

Uluslar arası Mali Sistemde Yeni Yapısal Arayışlar Kapsamında: Devlet İflas Modeli (SDRM) ve Kavramsal Bir Analizi

Mehmet ARSLAN*

ÖZET

Yeni Uluslararası mali yapının oluşumu konusundaki tartışmalar artmaktadır. Küresel nihai kredi mercii, uluslar arası iflas mahkemesi, uluslar arası borç sigorta şirketi ve tek taraflı sermaye kontrollerini de kapsayan çok sayıda plan değerlendirilmektedir. Bunlar arasında en çok tartışılan plan IMF gibi bir kurumun devlet borç krizlerindeki rolü ve müdahale kabiliyet ve yaptırım gücünün artırılmasıdır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki krizler ve özellikle Arjantin'in uluslararası borçlarını ödeyememesi ve bu kapsamda Brezilya, Meksika ve belli bir dereceye kadar Türkiye ve bu ülkelerin ekonomik politikaları uluslararası kreditorler ve G-7 ülkeleri tarafından yakın takibe alınmış durumdadır. Bu kapsamda IMF, kreditorlerin haklarını korumak üzere uluslar arası borç (iflas) mahkemesinin kurulmasını öngören SDRM planını önermiştir. Bu amaçla IMF özel kesim tahvillerinde olduğu gibi devlet tahvil sözleşmelerinde de "Ortak Hareket Maddesi"nin konulmasını istemiştir. Mevcut IMF planının, kreditor haklarını önemli oranda artırması nedeniyle, gelişmekte olan ülkeler özellikle, Brezilya, Meksika, Arjantin ve resmi olarak açıklanmasa dahi Türkiye öneriye karşı çıkmaktadır. Çünkü planın uygulanması ile gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akışlarında azalma ve borçlanma maliyetlerinde artış olacaktır. Hatta mevcut plan devletin hükümlerlik haklarını yok sayarak, devleti sıradan bir tüccar seviyesine indirmektedir.

Anahtar Kelimeler: IMF, Ortak Hareket Maddesi, SDRM, Uluslar arası Borç Krizleri

ABSTRACT

Discussion on the form of new International Financial Architecture is increasing; A broad range of Plans is considered, including a global lender of last resort facility, an international bankruptcy court, an international debt ensurance corporation, and unilateral controls on capital plows. One of the most widely cited plan is the one that discussing the proper role, extend and enforcement capability of intervention by an institution like the IMF in sovereign debt crisis.

Emerging market crisis, especially the latest Argentine default on international debts, as well as highly debted other countries including Brazil, Mexico and to some extend Turkey an their economic policies are at close serutinize of international lenders and G-7 countries. To this extend, IMF proposed SDRM (Sovereign Debt Restructuring Mechanism) Which calls for setting up international debt court system to serve as a custodian for creditors. For this reason it propose inclusion of Collective-action clauses on

* Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi (Yrd. Doç. Dr.)

severeign debt contract as in private debts. Since current IMF reform proposals Significantly enhance creditor rights, Emerging countries especially, Brazil, Mexico, Argentina, and even not expressed officially Turkey opposes the proposal. Because by the implementation of the plan, likely decreases flow of new fund, increases in borrowing costs and sovereignty of the country ignored to reduce it an ordinary merchant.

Key Words: IMF, Common Action Clauses, SDRM, International Debt Crisis

GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkelere yönelik kredi piyasaları, 1990'ların ikinci yarısından itibaren Doğu Asya ülkeleri, Rusya Federasyonu, Arjantin ve diğer ülkelerin borçlarında temerrüde düşmeleri ile beraber (moratoryum) ciddi bir baskı altına girmiştir. Finansal krizler kadar karışık ve çok uzun zaman alan borç yeniden müzakere süreçleri bu ülkelere ayrı bir yük getirmiştir. Bu bakımdan “serseri kreditorler” olarak da adlandırılan ve ülkeden alacağını bir an önce almak için uzlaşma sürecini erteleyen grupların piyasa mekanizmasını çalışamaz hale getirdikleri iddia edilmektedir (Schleifer,2003;1). A. Kruger’a göre bunun çözümü; kreditorlerin haklarını azaltarak borç yeniden yapılandırma sürecini değiştirmek ile mümkün olacaktır.(Krueger, 2002;1)

Uluslararası uygulamalar açısından incelendiğinde yüz yılı aşkın süredir İngiliz hukuk sisteminde ve pek çok banka sendikasyon kredilerinde hüküm olarak yerini bulan ancak uygulanamayan devlet iflas modeli olarak nitelendirilebilecek olan olgu, son dönemlerde, özellikle Arjantin’in iflası ile tekrar gündeme gelmiştir. Nitekim, geçtiğimiz IMF sonbahar toplantısında uluslar arası mali kuruluşlar gündemine daha somut eylem planları ile tekrar gelen Devlet Borçları Yeniden Yapılandırması Mekanizması (SDRM), Türkiye’de de dikkat çekmiştir. Kavramın güncellik kazanmasında en büyük pay, 2003 yılında daha somut adımlar atılmasını isteyen IMF icra direktörü Anne Krueger’a aittir.

Kamusal borç piyasalarının yapısını farklı açılardan inceleyen çok sayıda çalışma vardır. Bu çalışmalara Eaton ve Fernandez¹ (1995), Eichengreen² (1991), Eaton ve Gersovitz³ (1981), Bulow ve Rogoff (1989)

¹ Eaton, Jonathan and Raquel Fernandez (1995). “Sovereign Debt,” NBER Working Paper 5131.

² Eichengreen, Barry (1991). “Historical Research on International Lending and Debt,” Journal of Economic Perspectives, Vol. 5, No. 2, pp. 149-169.

ve Ginson ve Sundarson (2001)'ın çalışmaları örnek olarak verilebilir. Bu çalışmaların ortak özellikleri rekabetçi piyasalarda denge modeline göre konuyu açıklamaya çalışmalarıdır. Daha farklı boyutta bir çalışmada Paasche ve Zin⁴ (2001) çok sayıda rekabet halinde kreditorlerin ve simetrik bilgi varlığı altında işlem sonuçlarını analiz etmiş ve rekabetçi olmayan sonuçların oluşabileceğini göstermişlerdir. Hatta, Paasche ve Zin tarafından yapılan çalışmaya göre devletleri iflas etmeye sevk eden oldukça büyük teşvikler vardır. Diğer bir ifadeyle yani, devletler iflas durumlarında dahi çıktılarının büyük bölümünü tüketebilmekte, dolayısıyla monopol türü faiz oranı ve kredi hacmi dengesi sürdürülebilmektedir. Bu piyasalarda monopol türü dengenin varlığı büyük oranda devletlerin iflas durumunda gelirlerini kontrol edebileceği orana ve iflas ihtimalini belirleyen rassal verimlilik şoklarına bağlıdır. Bu durum ise kreditorler lehine büyük avantajlar yaratmaktadır. Dolayısıyla , devletlerin iflas durumunda gelirlerini tüketememeleri en azında teorik bazda, kendi faydalarına olacağı ifade edilebilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, planla ilgili mevcut bilgiler ışığında, Türkiye’de detaylı olarak incelenmeyen ve potansiyel olarak gelişmekte olan ve borç yükü ağır ülkelerin tamamını etkileyebilecek olan Devlet İflas Modeli veya IMF tarafından önerildiği şekliyle Devlet Borçlarını Yeniden Yapılandırma Mekanizmasını (Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM) inceleyerek, olası sonuçlarını ve potansiyel sorun alanlarına işaret etmektir.

1. Önerilen Modelin Temel Yapısı

IMF Başkanı **H. Koehler** gelişmeleri “**Bu uluslar arası finansal mimarideki boşluğu dolduran bir devrimdir**” şeklinde tanımlamaktadır. IMF’ye göre, plan özünde sürdürülemez borç yüküne sahip ülkelere iflas ilan etme hakkı tanıyan ve kreditorleri daha makul şartlarda anlaşmaya zorlayacak bir mekanizmadır⁵. Bu öneriye en büyük desteği sağlayan G-7 ülkeleri ve IMF gibi uluslar arası finansal kuruluşlar, kendi kamuoylarından

³ Eaton, Jonathan and Mark Gersovitz (1981). “Debt with Potential Repudiation:

Theoretical and Empirical Analysis,” Review of Economic Studies, Vol. 48, pp. 289-309.

⁴ Bernhard Paasche & Stanley E. Zin; Competition And Intervention In Sovereign Debt Markets, NBER working paper #8679, 2001, s. 31-2

⁵ Martin Crutsinger, IMF Approves Bankruptcy Plan: New Rules for Client Nations” Associated Press, 24,09,2002

gelen baskıların da etkisiyle, ülke tahvilleri yatırımcılarına, söz konusu ülkelerin krize düşmesi halinde kurtarılmayacaklarını açık bir şekilde ifade etmişlerdir. Yani bu yatırımcılara riskli ülkelere yönelik tahvil yatırımlarını azaltmaları veya yeniden yapılandırmaları önerilmiştir⁶. Financial Times'tan M. Wolf'a göre yurtiçi borçlarda olduğu gibi devlet borçlarında da iflas normal ve uygulanması yüzyıllardır gecikmiş olan bir süreçtir. Bu nedenle hem yatırımcılar ve hem de uluslar arası piyasadan borçlanacak olan ülkeler sorumlu davranmak zorundadırlar. Ekonomik ve borç ilişkilerindeki etik değerler açısından mantıklı gerekçelere sahip olsa da önerilen bu model gelişmekte olan piyasalarda belirsizliği artıracak bu ise borçlanma imkanlarını sınırlaması, maliyetleri artırması ve yabancı sermayeye bağımlılığı artırması nedeniyle bir çok soru işaretini de beraberinde getirecektir.

IMF ve G-7 ülkeleri devletlerin borçlarını ödeyemez duruma düşüklerinde uygulanan kuralları değiştirmek istemektedirler. G-7 ülkeleri ikili bir süreçten yanadır. Buna göre; öncelikle devletlerin ihraç ettikleri tahvillere "Ortak Hareket Maddesi" eklenmesi bu sayede borçların yeniden müzakere sürecinin kolaylaşması ve daha sonra ikinci aşamada "Devlet İflas Prosedürü" başlatılmasıdır. IMF icra komitesi de her iki aşamayı birlikte ilerleterek 2003 bahar toplantısına somut bir öneri hazırlama kararı almıştır⁷.

Uluslararası mali mimaride problemleri borçların sistematik olarak yeniden yapılandırılmasında "Ortak – Hareket Maddesi" en önemli role sahiptir. Uluslar arası düzeyde IMF'nin mali krize düşen ülkelere büyük miktarda yardım paketleriyle bireysel yatırımcıları kurtarmaması konusunda ortak bir anlayış vardır.⁸ Bu tür hükümler banka sendikasyon kredilerinde uzun süredir olmakla beraber ABD mevzuatı kapsamında ihraç edilen tahvillerde bu hüküm yoktur. Bu tür kredi ve tahvil sözleşmelerinde ödeme şartlarının müzakeresi ve yeniden yapılandırılması, kreditorlerin tamamının rızasına bağlı olması nedeniyle, çözüme ulaşılması çok zor olabilecektir.

Modelin ana ilkeleri arasında şunlar yer almaktadır; borçlu devletin yıkıcı iflas sürecinden korunması aynı zamanda yasal sürecin devam etmesi

⁶ Lee C. Buchheit and G. Mitu Gulati, Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges, *UCLA L. REV.*, vol. 48. Oct. 2000. p. 1

⁷ Alan Beattie and Peronet Despeignes, "IMF fights for new sovereign debt rules", Financial Times, 29.09.2002.

⁸ Council on Foreign Relations, "Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The New International Financial Architecture", Washington, D.C.: Institute for International Economics. 1999.

sağlanacak; kreditorlere, iyi niyet çerçevesinde müzakere edeceği politika izleyeceği ve alacaklarının değerlerinin korunacağı konusunda güvence verilecektir; yeni kredilerde öncelik hususunda kreditorler arasında uzlaşma sağlanacak; büyük çoğunluğun aldığı kararlara geriye kalan kreditorlerinde uyma zorunluluğu sağlanacaktır; Uzlaşma ile varılacak bir yapı ve platform'da Anlaşmazlık Çözüm Forumu oluşturularak sürecin güvenilirliğinin artırılması da yer almaktadır. Süreçte IMF'in rolü benzer şekilde devam etmektedir⁹. Ancak, bu konuda fon sağlayan gelişmiş ülkeler dahil, uluslararası finansal kuruluşların da geliştirip üzerinde anlaştıkları net bir çerçeve yoktur. Sadece model neleri içermeli ve nasıl uygulanmalı konusunda fikirler beyan edilmektedir. Bu fikirlerden ön plana çıkan dört ana kategori vardır. Bunlar ana hatlarıyla şöyle sıralanabilir:

- a. Müzakereleri kolaylaştıracak genel bir yasal çerçevenin oluşturulması ve kreditorlerin büyük çoğunluğuna müzakereyi reddeden azınlıkları da bağlayacak, borçlu ülkelerle anlaşma yetkisi vermek. Anne Krueger'e ait olan bu öneri kararı kreditorlere bırakmakta ve piyasa odaklı bir yaklaşım olarak nitelendirilmektedir.
- b. İngiliz hukuk sisteminde devlet tahvillerinde uygulanan Birlikte Hareket Maddesi (CACs)'nin banka kredilerini de kapsayacak şekilde genişletilmesi. Bu yeni maddelerle mümkün olduğunca açık ve net bir şekilde, belirli türdeki borç enstrümanı sahiplerinin borçlu devlet ve diğer kreditorlerle aralarındaki ilişkileri ve devletin borç yeniden yapılandırma talebi karşısında izlenecek prosedürü tarif etmektedir. Bu öneri ilk kez ABD Hazine Müsteşarı J. Taylor tarafından geliştirilmiştir.
- c. J.P. Morgan uzmanları tarafından önerilen iki-aşamalı süreçte ise; kreditorler öncelikle ellerindeki enstrümanları, Birlikte Hareket Maddesini içeren yeni tahvillerle değiştirip ve daha sonra borçlu devlet ve kreditorler arasında yeniden yapılandırma anlaşmasını sağlamaktadır.
- d. Son yaklaşım ise mevcut prosedürün oldukça yeterli olduğu*, piyasada çok köklü bir değişimi gerektirecek gelişmenin olmadığını savunan yaklaşımdır¹⁰.

⁹ Jack Boorman, Sovereign Debt Restructuring: Where Stands the Debate?, *The Economist* October 17, 2002. s. 4-5

* Mevcut sisteme göre borç yeniden yapılandırmalarında çoğunluğu ticari bankalardan oluşan kreditorlerin tamamının kabul etmesi gerekmekeydi. 1980'lerin sonunda Brady Planının uygulanması ile kısmi esneklik getirilse de sürecin informal olması ve icracıların ticari banka temsilcilerinin olması dolayısıyla kendilerinde diğer kreditorler adına müzakere yetkisi bulmamaları nedeniyle anlaşmaya yanaşmamaları sürecin başarıya ulaşmasını engellemiştir. Yine Brady tahvil değişimleri İngiltere kanunlarına göre yapılmış, anlaşma yapılan hükümetlere, sürecin dışında kalan kreditorlere daha olumlu şartlar önerilmemesi

Mevcut durum itibariyle, hernekadar özel banka ve finans kuruluşları tam olarak benimsememiş olsalar dahi, IMF'in önerdiği yaklaşım ağırlık kazanmış durumdadır. Bu tartışmaların yeniden gündeme gelmesindeki neden ise yakın dönemlerdeki devlet iflaslarında hem devletlerin ve kısmen de kreditorlerin ağır maliyetler ödemek zorunda kalmalarıdır. Modeli savunanlara göre bu maliyetler, borçluları disipline etmek ve iflastan korunmak için katlanılması gereken maliyetlerdir¹¹.

2. Modelin Mimarlarından A. Krueger'a Göre SDRM

Krueger'a göre 1990'larda kreditorler artan oranda farklılaşmıştır. Bu ise koordinasyon ve ortak hareket açısından ciddi sorunlara neden olmuş, belirsizliği daha da artırmış; beraberinde borçlular, kreditorler ve resmi sektörün çok ekstrem durumlar hariç borç yeniden yapılandırma işlemine yanaşmamalarına sebep olmuştur. Böyle bir ortamda iflas, hem borçlu ve hem de kreditorlerin aleyhine olarak, varlık değerlerinde büyük kayıpları beraberinde getirmektedir. **A. Krueger, özel sektör borç ilişkilerinde uygulanan iflas sürecinin benzerini uluslararası hukuki yapıya dönüştürülerek devlet borçlarına da uygulanmasını önermektedir¹².**

IMF yönetiminde ikinci sırada yer alan A. Krueger, kısa vadede finansal krizlerle mücadele ve uzun dönemde uluslar arası finansal sistemin yeniden yapılandırılması programında önemli rol üstlenmiş durumdadır. Yapılan açıklamalarda modelin bütün detaylarının netleşmediği, mevcut önerilen şekliyle ABD'nin desteğinin sağlandığı görülmektedir. Önerilen devlet iflas mekanizması gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak hazırlanmakta olduğu ve kapsamının daha da genişleyebileceği, süreçte kilit rol oynayacak IMF'in sermaye tabanının yeniden değerlendirileceği tartışılan konular arasındadır. Ancak bu noktada belirtilmesi gereken önemli bir husus da devlet iflas mekanizmasının uygulanabilmesi için, IMF kuruluş tüzüğünde değişiklik yapılması, ve %85 oy oranıyla kabul edilmesinin gerekmesidir. Plan şu anda sadece dış borçları kapsamaktadır. Uygun

hükme bağlanmıştır. Bu şart borçlu ülkeler için çok ciddi bir finansal ve hukuki kısıt hatta kabus olabilmektedir. Pakistan, Polonya ve Ukrayna hükümetleri tarafından yapılan uygulamalar son dönemlerdeki borç yapılandırmada en önemli uygulamalar arasında yer almaktadır.

¹⁰ Jack Boorman, a.g.m.. s. 2

¹¹ Bu konuda bkz: Lee C. Buchheit and G. Mitu Gulati ag.e.; John J. Merrick, Jr., Crisis Dynamics of Implied Default Recovery Ratios: Evidence From Russia and Argentina, NBER Working Paper no: November, 1999 s.2

¹² Martin Wolf, "Debt to the World", Financial Times, 23.04.2002.

görüldüğü takdirde IMF tüzük değişikliği ile, iç borçlara da uygulanabilecektir. Şu anda Arjantin, Brezilya ve kısmen de Türkiye'nin yüklü uluslar arası borçlarının olması (toplam 700 milyar USD kadar) ve kriz anında IMF fonlarının yetersiz kalabileceği önemli bir engel gibi görülmektedir. Ancak Krueger'e göre IMF'nin 68 milyar USD'lik kaynağı şu an için yeterli bulunmaktadır. Çünkü ülkelerin öncelikle uluslararası finansal kuruluşlara olan borçlarını ödemeleri konusunda ciddi teşvikler/caydırıcılıklar yer alacaktır¹³.

Bu yaklaşımla beraber ülkeler ihraç ettikleri tahvillere Birlikte Hareket Maddesi şartını ekleyecekler, borçlarını ödeyemez duruma geldiklerinde kurulacak olan iflas masasında uluslar arası kuruluşlar, ülke adına kreditorlerle borçları yeniden yapılandırma müzakerelerini yürütecek ve karar verebilecektir. Birlikte hareket maddesi kreditorlere, başlangıçta tam olarak bilinmeyen diğer gruplarla ortak karara varma yükümlülüğü getirmesi nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin borçlanmaları zorlaşacak, maliyetleri artacak ve dolayısıyla IMF taslağında ifade edilen istikrar gerçekleşmeyecektir.

Modelin Amaca Uygunluğu ve Eksik Yönleri

Uluslar arası kredi piyasaları ve özellikle devlet borçları piyasasındaki davranışlarla ilgili tartışmalar iki farklı piyasa yapısı varsayımına dayandırılmaktadır. Eğer devlet tahvilleri piyasasının rekabetçi bir piyasa olduğunu kabul edilirse, fon transferi piyasa mekanizmaları tarafından etken bir şekilde gerçekleştirilir ve IMF gibi kuruluşların müdahalesi piyasayı bozucu ve refah azaltıcı bir etki yaratır. Diğer taraftan, eğer kreditorler borçlu devletleri sıkı bir şekilde izleyemiyor ve uluslar arası borç sözleşmelerinin şartlarını yerine getirilmesini sağlayamıyorsa, bu piyasalar ciddi ahlaki tehlikelere maruzdur ve piyasada kriz riski oldukça yüksektir. Bu durumda IMF'in rolü, özel kredi piyasalarını güçlendirerek, piyasanın çökme riskini azaltmak ve böylece hem kreditorlere ve hemde borçlanana refah sağlamaktır. Dolayısıyla, IMF gibi kurumların piyasaya müdahaledeki rolü iflas edebilir kamusal borç piyasalarının yapısı ile ilgili varsayımlardan büyük oranda etkilenmektedir¹⁴.

Meksika krizini takiben, G7 ve G22 ülkeleri tarafından tahvil ihraçlarında; paylaşım, çoğunluk –oyu ve ortak temsil şartlarının eklenmesi

¹³ Anne Krueger, 'Interview, A Bankruptcy Plan for Nations' Business Week, 24.09.2002.

¹⁴ Bernhard Paasche & Stanley E. Zin; Competition And Intervention In Sovereign Debt Markets, NBER working paper #8679, 2001, s. 31-2

önerilmiştir¹⁵. Takip eden yıllarda ABD hazine Bakanı R. Rubin IMF'in geçici bir çalışma komitesi oluşturmasını önermiş ve aynı yıl G7 ülkelerince Köln zirvesinde uluslar arası mali yapının sağlamlaştırılması için çalışmalar yapılması önerilmiştir. Ancak, ortak hareket maddesinin borçluya ödeme konusunda rahatlık sağlaması ve kreditorler çoğunluğunun bağlayıcı karar alabilmesi nedeniyle kredilendirmenin azalacağı ve faizlerinde çok artacağı nedeniyle hala gelişme sağlanamamıştır.

Ortak hareket maddesi, 1991-1998 dönemini kapsayan ampirik bir çalışmada incelenmiş; kredi derecesi yüksek borçlularda faizi düşürürken, kredi derecesi düşük borçlularda ise beklendiği üzere faizi çok artırdığı görülmüştür. Etkilenme derecesi ise borçlanan tarafın hukuki statüsü ve kredibilitesine bağlı olarak değişebilmiştir. Diğer bir husus ise, İngiliz hukuku dışında bir statü ile ihraç edilen tahvillerde faiz oranları kredi notları arasındaki fark daha küçük düzeylerde gerçekleşmiştir¹⁶.

İngiliz hukukuna göre ihraç edilen tahvillerde ortak hareket probleminin çözümüne yardımcı olacak şartlar olabilmektedir. Bu şartlar arasında kreditorler (%75'lik çoğunluğa sahip olanlar¹⁷) borçlu ile müzakereleri yürütecek yetkiye sahip temsilci atayabilmekte, ve alınan kararlar ve uzlaşlar bütün tahvil sahiplerini bağlayıcı olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde çıkan krizlerin diğer ülkelere bulaşma eğilimi nedeniyle uluslar arası mali kuruluşlar, özellikle Asya krizinden bu yana ciddi bir sistem arayışına girmişlerdir. Mali sistemde şeffaflık, muhasebe standartlarının

¹⁵ Barry Eichengreen and Ashoka Mody, Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?, NBER Working paper #7458, 2000 s.2

¹⁶ Barry Eichengreen and Ashoka Mody, Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?, NBER Working paper #7458, 2000 s. 4-5, Ayrıca, Eichengreen ve Mody (1998) yapılan çalışmaya göre yatırımcıların gelişen piyasalara yönelik tutumları pozitif olduğunda yeni tahvil ihraçlarında (birincil) marjlar, çok sayıda ve kredi derecesi düşük olanlarda piyasaya girmeleri nedeniyle, oldukça yüksek olmakta; buna karşın gelişen piyasaya yönelik tutumlar negatif olduğu dönemlerde, sadece az sayıda kredibilitesi yüksek borçlanıcıların talebi nedeniyle faiz marjları düşük olmaktadır.

¹⁷ Hatta pek çok tahvil ihraçlarında, %75'lik çoğunluğa ulaşamadığı durumda %25'lik grupta aynı yetkilere sahip olabilmektedir. Tahvilin sözleşmesinde temsilcilerin seçilme yöntemleri ve sorumlulukları da belirlenmektedir. Temsilci (kayyum) göreve başladıktan sonra bireysel tahvil sahipleri borçlu aleyhine dava açamamakta, yapılan tahsilatlar tüm tahvil sahiplerine paylarına göre dağıtılmaktadır, ki bu sayede borçlu taraf aleyhine açılacak yeni davalardan da korunmuş olmaktadır. Buna karşın ABD hukukuna göre ihraç edilen tahvillerde ise mali bir ajan bulunmakta bu kurum veya birim müzakere sürecinde tahvil sahiplerini temsil hakkına sahip değildir. Ayrıca, yapılan tahsilatların sürece katılmayan kreditorlerle paylaşılması gibi bir zorunluluk da yoktur. Mali ajan tahvil ihracı yapan kurumun temsilcisidir ve sorumlulukları idari niteliktedir.

yerleştirilmesi ve önerilen yapısal reformlar ve uygulatılan ekonomik programlar krizlerin çıkışını ve yayılmasını engelleyememiştir.

Başlangıçta ABD idaresi konuya sıcak bakmamış ancak diğer G-7 üyelerinin baskısıyla konuya daha olumlu bakmak zorunda kalmıştır. IMF'in 2003 bahar dönemi toplantıları için taslak rapor hazırlığına başlaması ile beraber modele muhalefet de başlamıştır¹⁸. Ortaya konulan finansal çözümdeki tutarsızlık bir tarafa, plan hukuki ve sosyal değerlere aykırı bir yapıya sahiptir. Bu bakımdan **planın; adil, borçlu halklara ve kreditorlere karşı sorumlu, insan haklarına saygılı, mahkemelerin bağımsızlığı kabul eden ve borç krizinden etkilenen halkların süreçte yer almasına imkan verecek şekilde yapılandırılmış olması gerekirdi**¹⁹.

Modelin eleştirilen yönleri arasında şunlar yer almaktadır.

- ✓ Ülkenin “iflas” isteminde yalnızca yurt dışında çıkarılmış bonoları kapsama dahildir,
- ✓ Devlet borç krizlerinde ortak hareketi sağlamak birinci öncelik olarak alınmaktadır,
- ✓ IMF planı “büyük çoğunluk” kararı ile bütün kreditorleri, borçlularla yeni şartlarda müzakereye zorlamaktadır.
- ✓ IMF planı çok taraflı borçları (IMF ve WB) kapsam dışı bırakmaktadır,
- ✓ IMF planı iki taraflı resmi kredileri de kapsam dışı bırakabilecek (bu ise borç krizlerinde maliyet paylaşımı ilkesini ihlal etmektedir)’tir,
- ✓ IMF planı sınırlı yetkiye sahip Uyuşmazlık Çözüm Forumundan (DRF) başka bir bağımsız tahkim sağlamamaktadır. (Hatta başlangıçta DRF’nin kreditorlerin kararlarını değiştiremeyeceği öngörülmekteydi, biraz yumuşatılmıştır²⁰).

Model de tartışmaya açılan en önemli sorunlardan biri de ülke borçlarının sürdürülebilirliğine nasıl karar verileceğidir. Bu sorun ilk bakışta ekonomik ve finansal gibi görünse de, aynı zamanda politik bir husustur. Ülkenin borç ödeme isteği ve buna yönelik kaynak sağlayacak politika uygulayabilme kabiliyeti ve burada sınırın ne olacağı da eşit derecede dikkat gerektiren bir husustur. Bu noktada ülkenin, borçların sürdürülebilirliği ile ilgili yargısı yeterli olmamakta, bunu uluslar arası topluluğun IMF kanalıyla test etmesi ve onaylaması da gerekmektedir. Bu

¹⁸ Ercan Kumcu, “IMF, Ülke İflasları İçin Çözüm Arıyor”, Hürriyet, 30.09.2002.

¹⁹ Romilly Greenhill, “ IMF Meetings Give Go-Ahead for Bankruptcy Plan – But on Whose Terms?” <http://www.policy.org> (29.09.2002) s.3

²⁰ Romilly Greenhill, a.g.m. s. 4-5

noktadan sonra süreç başlayacak ve uygun görülen kaynaklar aktarılacaktır²¹.

4. Planla ilgili Potansiyel Sorunlar

Teorik boyutta dahi konu tam anlamıyla açıklığa kavuşmuş değildir. Devlet tahvil piyasalarında yapılan uygulamalı çalışmalar, genel rekabetçi modellerin bu piyasalarda gözlemlenen işlemlere yeterli açıklama getiremediğini göstermektedir²². Edwards²³ 1970’lerde az gelişmiş ülkelere açılan kredilerdeki faiz farklılıklarının genel ekonomik faktörlerle açıklanamayacak kadar büyük olduğunu göstermiştir. Aynı şekilde az gelişmiş ülke tahvillerinde de benzer faiz farklılıkları olduğu gösterilmiştir. Standart rekabetçi modellerde faiz oranı farklılıklarının çelişkili sonuçlar verdiği ortaya konulmuştur. Örneğin Eichengreen ve Mody²⁴, 1990’ların başlarında gelişen piyasa ülkeleri borçlarındaki faiz oranı farklılıklarının büyük oranda ülkeye özgü karakteristiklerle açıklanabildiğini, ekonomik temel göstergelerin açıklayıcı gücünün ise teorideki öngörülenin çok altında gerçekleştiğini ortaya koymuştur. Ayrıca IMF raporlarında²⁵ gelişen ülkelere uygulanan faiz oranlarının iflas vakaları ile arasında açık bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Yine aynı rapora göre gelişen ülke tahvilleri benzer risk yapısındaki şirket tahvillerinden ve hatta S&P500 endeksinde daha yüksek performans göstermiştir²⁶. Dolayısıyla, devlet tahvili sözleşmelerinde gözlemlenen yüksek faiz oranları ile genel ekonomik göstergeler arasında ortak hareketliliği veya ilişkiyi açıklamak çok zordur. Geleneksel olmayan farklı yaklaşımların geliştirilmesi gerekmektedir²⁷.

²¹ Jack Boorman, a.g.m. s. 3-4.

²² Bernhard Paasche & Stanley E. Zin; Competition And Intervention In Sovereign Debt Markets, NBER working paper #8679, 2001, s. 2

²³ Edwards, Sebastian (1984). “LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation, 1976-80,” The American Economic Review, Vol. 74, No. 4., pp. 726-734.

²⁴ Eichengreen, Barry and Ashoka Mody (1998). “What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?” NBER Working Paper 6408.

²⁵ Chanda, B. Vd.(2001). Feb. 13.

²⁶ Chanda, Bankim and a Staff Team (2001). “Emerging Market Financing,” IMF Quarterly Report on Developments and Prospects, Feb. 13.

²⁷ Bernhard Paasche & Stanley E. Zin; Competition And Intervention In Sovereign Debt Markets, NBER working paper #8679, 2001, s. 2.

Uygulama pratiği açısından yaklaşıldığında planla ilgili en önemli sorun, borçlanmanın daha da zorlaşacağı ve maliyetinin daha da ağırlaşacağı yönündeki beklentilerdir. 2002 sonbaharında tartışmanın ilk dönemlerinde Arjantin ve Brezilya açıkça plana karşı çıkarken, kendi ismi zikredilse de Türkiye plana açıkça karşı çıkmamıştır. Ancak öneriye açık bir şekilde taraftar olduğunu da açıklamamıştır. Çünkü “ortak hareket maddesi” tahvil ihraçlarında yer alırsa, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyeti artacaktır²⁸.

Ticari bir iflasta olduğu gibi, iflas, devletlere ağır ekonomik ve psikolojik maliyetler yüklemektedir. Bu nedenle de, hiçbir ülke iflas etmek istemez. İflas pahalı bir çözümdür. Önerilen model, Brezilya Merkez Bankası Başkanı Armano Fraga'nın ifadesiyle “iflas etmeyi ucuzlatmadan önerinin hayata geçirilip kendinden bekleneni vermesi biraz zor görünüyor”. Uluslararası finans çevreleri de öneriye sıcak bakmamaktadır²⁹.

Sürecin uygulanmasında, gelişmekte olan ülkeler nazarında iyi bir imajı olmayan IMF'in olması, en azından psikolojik bir sorun olmaktadır. Çünkü “IMF alacaklılar adına iflas ilanında, iflas masası kurmada, iflas şartlarını tartışmada ve ülkenin ödeme planını yapmada "patron" durumunda olacaktır”³⁰.

Bu alanda ortaya çıkan anlaşmazlıklar aşağıdaki şekilde toparlanabilir:

- a. Yeni mekanizma ile borçlular çok kolay iflas ilan edebilirler. Bu ortamda kredi riski artar ve krizleri daha da sıklaştırır. Dolayısıyla, riskli devletlerin uluslar arası mali piyasalara erişimi zorlaşacak, kreditorlerin risk esaslı sınıflandırma yapması çok ciddi maliyetlere neden olacaktır.
- b. Önerilen model, ABD yönetiminin başlangıçtaki görüşü itibariyle gereksiz bir mekanizmadır. İhraç edilen tahvillere ortak hareket maddesi eklemenin yerine “ademi merkezileştirilmiş piyasa-odaklı yaklaşım” ile piyasa şartlarında çözümlenmelidir. Yüzlerce farklı hukuki sistem karışıklık getirecektir. Ancak, tahvilin ihraç edildiği hukuki sistemden bağımsız olarak SDRM, kreditorleri işbirliğine zorlamaktadır.
- c. İflas ilanı, Arjantin gibi piyasada iflası beklenen durumlar hariç, panik ve likidite sorunu yaratacaktır. Bu amaçla borç ödemelerine geçici bir durdurma ve takiben yeniden

²⁸ -----, “İflas Modeli Bize Ters” Akşam Gazetesi” 30.09.2002.

²⁹ Ercan Kumcu, a.g.m.

³⁰ Güngör Uras, “IMF’den İflas Sopası”, Milliyet, 30.09.2002.

- yapılandırma müzakerelerine başlanmasını sağlayacak bir süreç geliştirilmelidir.
- d. Yurtiçi iflas sürecinden farklı olarak, devlet iflas modeli için resmi fonlar ayrılmalı ve sağlanacak resmi kredilerin rolü başlangıçta belirlenmelidir. Bu sağlanmaz ise borçlulara ve kreditörlere anlaşmaya varmaları hususunda baskı yapılamaz.
 - e. Uygulamada kapsanacak olan borçların sınırlandırılması ve bunun taraflara kabul ettirilmesi çok zor görünmektedir. Borç yapılandırılması işleminin başlangıcında bu soruların cevaplandırılması zorunludur.
 - f. Son olarak modelin üzerinde anlaşma sağlanması ve uygulamaya geçirilişi uzun zaman alacaktır³¹.

SONUÇ

Devlet Borçlarının Yeniden Yapılandırılması Mekanizması (SDRM) veya Devlet İflas Modeli olarak uluslararası kamuoyuna sunulan model bakış açısında göre farklı şekillerde algılanmaktadır. G-7 ülkelerindeki kamu kesimini ve çıkarını savunan gruplara göre model özel kesim kreditörlerin krizin çözümünde sürece dahil edilmesi ve dolayısıyla ahlaki tehlikenin en aza indirilmesini öngörmektedir. Bu sürecin başarılmasında ise bu kreditörlerin riskli ülkelere yüksek faizle verilen kredilerin artık kurtarılmayacağına inandırılması önemli bir aşama olarak görülmektedir. Yine bu gruba göre model, sorumsuzca borçlanan gelişmekte olan ülkeleri disipline etmeyi amaçlayan yeni ve uluslararası mali sistemin istikrarı için gerekli bir yapısal unsurdur. Arjantin, Brezilya, resmen ilan etmese de Türkiye'nin de karşı çıkmaktadır. Çünkü **önerilen iflas mekanizması devleti basit bir ticari işletme yapısına indirgeyerek, hükümlerlik haklarının uluslararası iflas divanına devredilmesini öngören pahalı bir sistemdir.** Diğer taraftan model gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyetini artıracığı nedeniyle uluslararası mali yapıya istikrarsızlık getirecektir.

Modelin uygulanabilirliği için gelişmiş ülkelerin politik desteğine ihtiyaç vardır ve son gelişmeler de bu yöndedir. Ancak daha yapılması gereken teknik ve kurumsal düzenlemeler bulunmaktadır. İflas mekanizmasının devreye giriş süreci, IMF'in rolü gibi hususlar açık ve güven sağlayıcı bir şekilde belirlenmelidir. Aynı şekilde kredilere sağlanan öncelik ile ilgili ayrıntıların belirlenmesi, kreditörlerin ve borçların

³¹ Martin Wolf, a.g.m.

sınıflandırılması ile ilgili kriterlerin gruplar arası dengeyi ve koordinasyonu sağlayacak şekilde belirlenmesi ve anlaşmazlık çözüm forumunun ciddi bir şekilde yeniden yapılandırılması gerekmektedir. Mali krizle ortaya çıkabilecek ekonomideki çöküntülerin olmaması için mekanizma erken davranmalı ve bu konuda planlar geliştirilmelidir. **Her şeyden önemlisi model, adil, şeffaf ve tarafların katılımının sağlandığı bir devlet iflas süreci olmaktan uzak görünmektedir.** Nitekim son dönemlerde Arjantin devlet borçlarının yapılandırılmasında kreditorlerin de sisteme dahil edilmesi, tahvil getirilerinin ekonominin performansına endekslenmesi ve borçların büyük bir bölümünün silinmesi, böylece Arjantin'in tekrar üreten bir ekonomi olarak uluslar arası sisteme dahil edilmesi şeklindeki çerçeve görüşler ortaya çıkmaktadır. Bu görüşler ise daha adil, uluslar arası kamusal vicdani zedelemeyen ve ulusal devletlerin hükümrانlık haklarına saygı gösteren yaklaşımların gerekliliği konusunda sağduyunun ilk işaretleri olarak kabul edilebilir.

KAYNAKÇA

Andrei Schleifer, Will The Sovereign Debt Market Survive? NBER Working Paper No. w9493 Issued in February 2003

Anne Krueger, "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", www.imf.org. 2002.

Alan Beattie and Peronet Despeignes, "IMF fights for new sovereign debt rules", Financial Times, 29.09.2002.

Anne Krueger, 'Interview, A Bankruptcy Plan for Nations' Business Week, 24.09.2002.

Bernhard Paasche & Stanley E. Zin; Competition And Intervention In Sovereign Debt Markets, NBER working paper #8679, 2001, s. 2

Bernhard Paasche & Stanley E. Zin; Competition And Intervention In Sovereign Debt Markets, NBER working paper #8679, 2001, s. 31-2

Barry Eichengreen and Ashoka Mody, Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?, NBER Working paper #7458, 2000 s.2

Barry Eichengreen and Ashoka Mody, Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?, NBER Working paper #7458, 2000 s. 4-5,

Bernhard Paasche & Stanley E. Zin, Competition And Intervention In Sovereign Debt Markets; NBER Working Paper No. w8679; 2001

Bernhard Paasche & Stanley E. Zin; Competition And Intervention In Sovereign Debt Markets, NBER working paper #8679, 2001, s. 31-2

Bernhard Paasche & Stanley E. Zin; Competition And Intervention In Sovereign Debt Markets, NBER working paper #8679, 2001, s. 2.

Chanda, Bankim and a Staff Team (2001). "Emerging Market Financing," IMF Quarterly Report on Developments and Prospects, Feb. 13.

Council on Foreign Relations, "Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The New International Financial Architecture", Washington, D.C.: Institute for International Economics. 1999.

- Ercan Kumcu, "IMF, Ülke İflasları İçin Çözüm Arıyor", Hürriyet, 30,09,2002.
- Eichengreen, Barry and Ashoka Mody (1998a), "What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt? Fundamentals or Market Sentiment?" NBER Working Paper no. 6408 (February).
- Edwards, Sebastian (1984). "LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation, 1976-80," The American Economic Review, Vol. 74, No. 4., pp. 726-734.
- Eaton, Jonathan and Raquel Fernandez (1995). "Sovereign Debt," NBER Working Paper 5131.
- Eichengreen, Barry (1991). "Historical Research on International Lending and Debt," Journal of Economic Perspectives, Vol. 5, No. 2, pp. 149-169.
- Eaton, Jonathan and Mark Gersovitz (1981). "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis," Review of Economic Studies, Vol. 48, pp. 289-309.
- Eichengreen, Barry and Ashoka Mody (1998). "What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?" NBER Working Paper 6408.
- Güngör Uras, "IMF'den İflas Sopası", Milliyet, 30.09.2002.
- Jack Boorman, Sovereign Debt Restructuring: Where Stands the Debate?, *The Economist* October 17, 2002. s. 4-5
- Lee C. Buchheit and G. Mitu Gulati, Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges, *UCLA L. REV*, vol. 48. Oct. 2000. p.1
- Lee C. Buchheit and G. Mitu Gulati ag.e.; John J. Merrick, Jr., Crisis Dynamics of Implied Default Recovery Ratios: Evidence From Russia and Argentina, NBER Working Paper no: November, 1999 s.2
- Martin Crutsinger, IMF Approves Bankruptcy Plan: New Rules for Client Nations" Associated Press, 24,09,2002

Martin Wolf, “Debt to the World”, Financial Times, 23.04.2002.

Romilly Greenhill, “ IMF Meetings Give Go-Ahead for Bankruptcy Plan –
But on Whose Terms?” [http/ www.policy.org](http://www.policy.org) (29.09.2002) s.3

-----, “İflas Modeli Bize Ters” Akşam Gazetesi” 30.09.2002.