



Joseph E. Stiglitz Columbia Üniversitesi'nde profesör ve Nobel Ekonomi ödülü sahibidir. Bruce Greenwald ile beraber kaleme aldığı en son kitabı, Öğrenen Bir Toplum Yaratma: Büyümeye, Gelişmeye ve Sosyal İlerlemeye Yeni Bir Yaklaşım (Creating a Learning Society: A New Approach to Growth, Development, and Social Progress) ismini taşımaktadır.

JOSEPH E. STIGLITZ

Akbabaların gagalarını kesmek yeterli değil

Arjantin 2001 yılında ülke borçlarını ödemekte temerrüde düştükten sonra akbaba fonlar, temerrüde uğrayan tahvilleri ikincil piyasadaki nominal değerlerinin çok altından satın aldı ve daha sonra tam ödeme yapılması için dava açtı. **Griesa'nın eşitlik (pari passu) yorumuna göre**, Arjantin yeniden yapılandırmayı kabul eden alacaklılarına borçlu olduğu faizi ödemişse, akbabalara da geçmişteki tüm faizler ve anapara dâhil tam ödeme yapmak zorunda.

Arjantin'in tahvillerini elinde bulunduran "akbaba fonlar" arasında devam etmekte olan anlaşmazlığın ortasında Ülke Borçlarını Yeniden Yapılandırma Mekanizmaları (SDRM) ihtiyacına ilişkin geniş kapsamlı bir konsensüs oluştu. Aksi takdirde, (diğer tahvil sahiplerinin %93'ü yeniden yapılandırmayı kabul ettikten sonra) ABD Federal Yargıç Thomas P. Griesa'nın Arjantin'in "akbabalara" tam ödeme yapmak zorunda olduğuna dair verdiği hüküm gelecekteki yeniden yapılandırmaları sabote eden fırsatçı davranışlara gün doğmasını sağlar. Uluslararası Sermaye Piyasaları Birliği de (ICMA) devlet tahvilleri için yeni şartlar önerdi. ICMA'nın teklifi, eski şartlar kapsamında yazılan yüzlerce milyarlık tahvillerin durumunu çözümsüz bırakmasına rağmen, bu yeni çerçeve aslında Griesa'nın yorumunun yanlış olduğunu ve pari passu (eşitlik) hükümünü yürürlükte bırakmanın yeniden yapılandırmayı imkânsız hale getireceğini kabul ediyor.

ICMA'nın önerdiği akdi şartlar, Griesa'nın aptalca hükmünün temelinde yatan eşitlik (pari passu) maddesini açıklığa kavuşturuyor. Devlet tahvili sözleşmelerinin standart bir parçası olan bu maddeyle amaçlanan, ihraççı ülkenin tahvil sahiplerine daima eşit muamele yapmasının sağlanması, fakat büyük alacaklılara (örneğin Uluslararası Para Fonu/IMF) farklı muamele yapıldığı her zaman görüldüğü.

AKBABALARIN SON KURBANI ARJANTİN

Griesa, maddenin yaygın anlaşılma şeklini kavramış görünmüyor. Arjantin 2001 yılında ülke borçlarını ödemekte temerrüde düştükten

sonra akbaba fonlar, temerrüde uğrayan tahvilleri ikincil piyasadaki nominal değerlerinin çok altından satın aldı ve daha sonra tam ödeme yapılması için dava açtı. Griesa'nın eşitlik yorumuna göre, Arjantin yeniden yapılandırmayı kabul eden alacaklılarına borçlu olduğu faizi ödemişse, akbabalara da geçmişteki tüm faizler ve anapara dâhil tam ödeme yapmak zorunda.

Akbabaların isteğinin gerçekleşmesi, kısmen, dava açmak niyetiyle borç satın alınmasını yasaklayan, eskiden beri süregelen ve daha sonra ABD devlet yasama organları tarafından kabul edilen bir İngiliz örf adet hukuku doktrinine dayalı olan Champerty (başkasına ait olan bir dava hakkının satın alınması) savunmasıyla dava ikamesi yoluyla olmuştur. Basitçe söylemek gerekirse Arjantin, borçlarını yeniden yapılandırmaya çalışan fakir ülkeleri soymalarına imkân vermesi amacıyla akbabaların oyunun kurallarını değiştirmek için verdiği uzun hukuki mücadelenin en son kurbanı oluyor.

1999 yılında, Elliot Associates, LP /Banco de la Nacion ve Peru Cumhuriyeti, davasında Yargıtay İkinci Dairesi davacının, iskontolu borcu satın almadaki niyetinin kendisine tam ödeme yapılması veya aksi takdirde dava açmak olduğunu karara bağlamıştı. Mahkeme daha sonra Elliot'un niyetinin, tesadüfe bağlı olduğu için, Champerty şartını karşılamadığına hükmetmişti.

Her ne kadar bazı başka mahkemeler İkinci Daire'nin Champerty savunmasını sınırlı okumasını kabul etse de, akbabalar tatmin olmadı ve New York eyaleti Yasama Organına gittiler. Yasama Organı, 2004 yılında 500 bin dolar üzerindeki borç satın almalara ilişkin Champerty



savunmasını ortadan kaldırdı. Bu karar, yüzlerce milyar dolarlık borç kapsamında ihraç edilmiş mutabakatlarla çelişti.

Temerrüde uğramış ülke borçlarını devasa iskontolarla satın alan yatırımcılar, tam geri ödeme almayı beklememelidir ve iskonto, piyasanın bunu beklemediğinin göstergesidir. Champerty savunmasının ortadan kaldırılması gibi yasal çerçevedeki önemli bir değişiklik, fiili olarak mülkiyet haklarında değişiklik olmasıdır. Burada borçlular kaybeder ve ödenmemesi halinde dava açma niyetiyle tahvil satın alan alacaklılar istediklerini alır ve akbaba kazanır. Akbabalar böylece haksız şekilde zenginleşir ve ayrıca pari passu (eşitlik) maddesinin yeni ve haksız yorumuyla iki katı zenginleşir.

KOLELEKTİF HAREKET MADDESİ HER DERDE DEVA DEĞİL

Akbabaların gagalarını kesmeyi hedefleyen ICMA reformunun başka bir boyutu olan Kolektif Hareket Maddeleri (CAC) vaziyeti kurtaracak mı? Pek çok ülkede, CAC'lar yatırımcıların üçte ikisinin bir şirketin veya ülkenin yeniden yapılandırma teklifini kabul etmesi halinde diğer yatırımcıların bunu desteklemeye mecbur olduğunu öngörüyor. Bu mekanizma yeniden yapılandırma sürecini durdurmak ve fidye talep etmek gibi spekülasyon anlaşılmayı reddetme durumlarını engeller. Fakat CAC'lar pek çok yargı bölgesinde yazılan ülke borçları için mevcut değil, dolayısıyla bu durum sahayı akbabalara açık bırakıyor.

Buna ek olarak, CAC'lar her derde deva değil. Eğer öyle olsalardı, öncelik sırası ve adil muamele gibi hususları ayrıntılı şekilde açıklayan yurt içi iflas hukukuna ihtiyaç olmazdı. Ayrıca hiçbir devlet CAC'ları yurt içi yeniden yapılandırmaların çözüme kavuşturulması için yeterli bulmuyor. Özellikle, CAC'lar "kümelenme" probleminden muzdarip. Örneğin bir CAC, her bir tahvil sınıfı sahiplerinin %75'ini gerektirirse, akbabalar yalnızca bir tahvil sınıfının %26'sını satın alabilir ve tüm yeniden yapılandırmayı bloke edebilir. (Mevcut Yunanistan borç yapılandırması bu sorunla karşı karşıya gelmek zorunda kalmıştı.)

ICMA'nın yeni çerçevesi bir çıkış yolu sağlıyor gibi görünüyor. Nitelikli çoğunluk, etkilenen serilerin tamamındaki tediye edilmemiş borçlanma senetlerinin toplam anapara meblağının kabulüyle tanımlanacaktır. Nitelikli çoğunluğun kararları diğer tüm yatırımcıları bağlayacaktır.

Fakat bu da problem teşkil ediyor, küçük alacaklılar kendilerine büyük alacaklılarla aynı muamele yapılmasını sağlayacak şekilde oy kullanabilir. O zaman büyük alacaklılar hangi yola müracaat edecek? İflas mahkemesinde, onların itiraz etmek için gerekçesi olacak ve yargıç hisse senetlerini tartmak zorunda kalacaktır.



Bu sorunlar özellikle ülke borcu yeniden yapılandırmaları bağlamında önemli, çünkü bir ülkenin kaynakları üzerinde hak talep edenlerin arasında yalnızca resmi alacaklılar olmayacak, diğerleri de olacaktır. Örneğin tahvil sahiplerine tam ödeme yapılırsa diğerlerine (emeklilere) ödeme yapılmayabilir. ABD İflas Kanunu'nun 9. Bölümü kamu tüzel kişilikleri için geçerlidir ve Griesa ile akbabaların aksine bu hakları tanıır.

Günümüzde, uluslararası topluluk iki zorlukla karşı karşıya. Birincisi, eski şartlar kapsamında yazılan ve Griesa hükmü kapsamında yeniden yapılandırılmayan yüz milyarlarca dolarlık borçlarla uğraşmak. İkincisi, gelecekte konulması gereken şartlara karar vermek.

Yatırımcı toplumu ciddi bir teklifte bulundu. Fakat bu büyüklükteki değişikliklerin alacaklılar ve borçlu devletler arasındaki görüşmelere dayalı olması zorunlu. Ayrıca anlaşmaların şartlarında da küçük düzeltmeler yapılmasından daha fazlasına ihtiyaç var.

Birleşmiş Milletler'de (BM) SDRM'lerin kurulmasını teşvik etmek için başlatılan bir girişim, önde gelen ekonomi öğretim üyelerinin ve uygulayıcıların desteğini alıyor. Uluslararası finans piyasalarına ABD mahkemelerinin verdiği zararın giderilmesi için küresel çabalar ilk iyi adım. Sağlıklı bir küresel ekonomi için, akbabalar yere çakılı kalmalı.

EDİTÖR NOTU:

Akbaba: Batık borç senetlerini ucuza alıp, zamanı geldiğinde tam bedeli takibe alma ve dava açma konusunda uzman finans şirketleri.

Akbaba Fonu: Yeni finansal yapı; bütünsel dev bankalar ile yatırım bankaları, "akbaba fonları" denilen vurgun peşindeki kısa vadeli oynak fonlar ve bankaların yarattığı özel yatırım araçlarından oluşan "gölge banka sistemini"nin tamamı.

Telif Hakkı: Project Syndicate, 2014.
www.project-syndicate.org

Günümüzde, uluslararası topluluk iki zorlukla karşı karşıya. Birincisi, eski şartlar kapsamında yazılan ve Griesa hükmü kapsamında yeniden düzenlenemeyen yüz milyarlarca dolarlık borçlarla uğraşmak. İkincisi, gelecekte konulması gereken şartlara karar vermek.