

# Enronisering nationale boekhoudingen

Europese overheden poetsten hun 'jaarcijfers' op, maar beleggers in staatspapier halen hun schouders erover op. De trucs, de gevolgen en de controle.

BERT BAKKER

Wat gebeurt er wanneer een blad als Euromoney, dat bij institutionele beleggers, banken en treasuries op de bureaus ligt, uitpakt met een zeven pagina tellende coverstory waarin met concrete voorbeelden wordt uiteengezet hoe verschillende Europese overheden de laatste jaren op uitgebreide schaal aan 'creatief boekhouden' deden? Leidt zo'n artikel tot een vertrouwenscrisis in de markt, en tot kelderende koersen van obligaties van de landen die het meest zondigden? Net als na de Worldcom- en Enron-schandalen de aandelenkoersen inzakten? Worden er vragen gesteld in het Europees Parlement? Roepen politici op tot een strengere auditpraktijk voor overheden, of tot wetgeving á la Sarbanes-Oxley?

## 'Enronisering'

In het laatste septembernummer kwam het Britse vakblad voor de haute finance met zo'n dergelijk doorwrocht staaltje onderzoeksjournalistiek. Het beschreef onder meer hoe diverse

**Vincent Koen (OECD):**  
'Overheden dokteren  
steeds meer *sophisticated*  
manieren uit om de regels  
te omzeilen.'

landen die bij de Europese Monetaire Unie zijn aangesloten, werken met onder meer *special purpose vehicles* (SPV's) en *side letters*, net als indertijd Parmalat, Ahold en Enron. Daarmee schoonden ze hun balans op, waardoor ze net wisten te voldoen aan de eisen die in het Stability & Growth Pact (SGP, Stabiliteitspact) aan EMU-leden worden gesteld. Bovendien helpen mooiere cijfers om tegen gunstiger voorwaarden geld te kunnen lenen. Om duidelijk te maken in welk licht Euromoney de zaak ziet, kreeg het verhaal als kop mee: 'How Europe's governments have Enronised their debts'.



FOTO: ZEFA IMAGES

## Cosmetisch

Maar na publicatie van het stuk gebeurde er niets van al het bovengenoemde. En dat lijkt vreemd, want in het artikel wordt gewag gemaakt van een paar stugge cosmetische operaties. Nadat bijvoorbeeld het Belgische staatstelefoniebedrijf Belgacom, dat een eigen pensioenfonds had, werd verzelfstandigd, bleef de staat verantwoordelijk voor het nakomen van de pensioenverplichtingen. Maar de beleggingen van het pensioenfonds werden geliquideerd en in de staatskas als inkomsten bijgeboekt zonder ook de toekomstige verplichting te tonen. En zowel Italië als Duitsland hebben in bepaalde gevallen vorderingen op andere landen versneld binnengehaald door ze verhandelbaar te maken (securitisatie). De vordering werd overgenomen door institutionele beleggers die het geld contant aan de landen in kwestie uitbetaalden. Vervolgens boekten die landen dat als inkomsten zonder tegelijkertijd duidelijk te maken dat er aan de activakant van de balans een vordering was weggevallen.



## Luca Jellinek (ABN AMRO): 'Wij achten de kans dat een EMU-land uiteindelijk niet betaalt zeer klein.'

### 'Sophisticated'

Wat betekent het dat dergelijk nieuws de financiële wereld niet in beroering brengt? Twijfelt het lezerspubliek aan wat de journalisten opschreven? Vinden ze de bevindingen niet zo belangrijk? Is de materie te ingewikkeld? Vincent Koen, als econoom verbonden aan de Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) in Parijs en samen met zijn collega Paul van den Noord auteur van de notitie *Fiscal gimmickry in Europe*, waarnaar ook in het Euromoney-artikel wordt verwezen, noemt het stuk wel degelijk goed onderbouwd. "Dat zo'n artikel toch niet zoveel teweeg

brengt is omdat de materie vreselijk complex is en ook steeds complexer wordt naarmate overheden steeds meer *sophisticated* manieren uitdokteren om de regels te omzeilen."

### Griekenland

'Complex' betekent in dit geval niet alleen 'moeilijk te doorzien', maar ook 'bestaand uit veel facetten'. De OECD maakt landenanalyses van onder meer de EMU-landen, waarin ook wordt ingegaan op de gezondheid van de overheidsfinanciën. Koen: "De manier waarop we dat doen lijkt op die van een rating agency zoals Standard & Poor's. We geven dus een oordeel dat iedereen die wil, kan lezen. Commerciële rating agency's hebben zelfs nog wat meer vrijheid dan wij. Maar uit zowel hun als onze rapporten wordt duidelijk dat bepaalde landen hun financiële situatie in hun eigen rapportage geflatteerd hebben. De kredietstatus van bijvoorbeeld Griekenland is mede daardoor veel lager dan die van Nederland en iedereen weet dat."

## Beleggingsrisico

Dat markten niet reageren op het Euromoney-stuk komt wellicht dus ook doordat de financiële wereld globaal al wel wist wat er aan schortte.

Koen: "Opmerkelijk is dat terwijl de markt op de hoogte is van het hogere beleggingsrisico van bepaalde landen, dat slechts beperkt wordt weerspiegeld in een hogere rentevergoeding op bijvoorbeeld Grieks overheidspapier."

Vreemd inderdaad, maar het onderstreept nogmaals de complexiteit van de materie.

Als transparantie niet het grootste probleem is, dan wegen naast de financiële soliditeit van landen kennelijk nog andere factoren mee in de bepaling van de 'prijs' van een staatslening.

Een lening aan een overheid is klaarblijkelijk iets anders dan een lening aan een bedrijf.

## Meer factoren

Dat blijkt ook uit een paar opmerkingen van analist Luca Jellinek, die bij ABN AMRO in Londen een model hielp ontwikkelen waarin de verschillende factoren die de marktwaarde van staatsobligaties bepalen, worden meegewogen.

Transparantie en kredietwaardigheid horen daar-

## Sylvester Eijffinger (CentER): 'Ik denk dat pogingen tot creatief boekhouden steeds vaker bij Eurostat stranden.'

bij, maar zijn slechts een deel van het hele complex. Jellinek bestrijdt dan ook dat de kapitaalmarkt niet efficiënt is wanneer landen met een zwakke credit rating maar een beperkte extra opslag betalen om te lenen: "Misschien wordt de invloed van het Stabiliteitspact intussen onderschat. Wij denken dat er, ondanks pogingen onder de regels uit te komen, wel degelijk nog een disciplinerende werking van uitgaat. En we geloven ook niet dat een land dat eenmaal in de EMU zit, er zomaar uit zou stappen."

Jellinek vindt dat een overheid niet met een bedrijf vergeleken mag worden. "Een overheid heeft *power of fiat*. Met steun van een





Niet alleen de 'Club Med-landen' maar ook landen als Frankrijk en Duitsland hanteren verhullende *corporate finance*-technieken.



Groot-Brittannië: Grote projecten van de overheidsbalans ondergebracht in *special purpose vehicles*, maar risico's blijven voor rekening van de staat.



Italië: Negentig miljard euro aan schulden onzichtbaar door securitisatie.

FOTO'S: MARIA BROUWER

parlement kunnen belastingen worden verhoogd en de staatsuitgaven verlaagd. Daarom achten wij de kans dat een EMU-land uiteindelijk niet betaalt zeer klein."

### Bekende trucs

Verder speelt volgens Jellinek mee dat er nog steeds veel geld op zoek is naar een veilige vast-

rentende bestemming. "Ook papier van landen met een lage rating is gewild. Maar zodra geld weer schaarser wordt en de renteniveaus oplopen, zal het verschil in risico-opslag tussen sterke en zwakke debiteurenlanden ook toenemen."

Jellinek erkent dat de situatie anders zou zijn als de markt er rekening mee zou houden dat

Italië, Griekenland of Portugal uit de EMU zouden stappen. "Dan zouden die landen wél meteen worden gestraft voor hun gebrek aan begrotingsdiscipline en hun pogingen dat te verbergen. Maar dat is niet aan de orde. Men veronderstelt toch dat zo'n land via een *bail out* geholpen zou worden om toch binnen het systeem te blijven."

## Nationale boekhouding versus boekhouding bedrijf

De boekhouding van een land heeft wel wat overeenkomsten met die van een vennootschap. Anders konden overheden niet, net als Enron, bepaalde verplichtingen optisch laten verdwijnen door aparte juridische eenheden (bijvoorbeeld een entiteit die een weg of tunnel bouwt) op te richten die vervolgens die verplichtingen overnemen, zodat ze niet meer op balans voorkomen. Maar er zijn ook grote verschillen. Aad Bac, hoogleraar overheidsaccounting aan de economische faculteit van de Universiteit van Tilburg, noemt een paar aandachtspunten: "De overheidsboekhouding betreft de boekhouding van de overheidsorganisatie als zodanig, dus die van het Rijk, de provincies en de gemeenten. De vraagstukken waarvan hier sprake is, betreffen echter de zogenaamde 'nationale boekhouding'. Daarin gaat het niet alleen over de overheid, maar over de gehele nationale economie, dus de publieke én private sector."

Deze twee boekhoudingen mogen niet worden verward. De nationale boekhouding is eigenlijk geen boekhouding, maar een statistisch systeem. Vanuit de overheidsboekhouding worden wél gewoon jaarrekeningen geproduceerd, die aan accountantscontrole worden onderworpen. Vanuit de nationale boekhouding worden de zogenaamde nationale rekeningen samengesteld.

Die laatste worden door het CBS opgesteld en door Eurostat gecontroleerd en internationaal vergelijkbaar gemaakt. Bac: "Dergelijke cijfers lenen zich niet voor accountantscontrole. Accountants zouden daarvoor overigens ook nadrukkelijk de expertise missen." Michiel Vergeer, macro-econoom bij het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) legt uit: "De nationale boekhouding lijkt meer op een kasstroomoverzicht, maar dan op transactiebasis. Dus niet de datum van betaling of ontvangst van een geldstroom is bepalend voor het jaar waaraan een uitgave of inkomst wordt toegerekend, maar de transactiedatum. Een ander verschil is dat uitgaven die een bedrijf als investering zou beschouwen - bijvoorbeeld aanschaf van IT-apparatuur - volledig worden meegeteld in het financieel overzicht van het jaar waarin die investering werd gedaan. Als een bedrijf een investering doet, wordt in de verlies- en winstrekening alleen de afschrijving meegenomen."

Reden is dat voor veel van die uitgaven zo moeilijk is te bepalen of het gewone kosten zijn of investeringen die een rendement opleveren. Vergeer: "Feit is dat door dergelijke grensgevallen er ruimte is voor interpretatie en dat geeft sommigen aanleiding om te spreken van 'creatief boekhouden'."

## 'How Europe's governments have ENRONised their debts'

Volgens Euromoney hebben Europese ministeries van Financiën met Enron- en Worldcom-achtige *corporate finance* technieken een vals beeld gegeven van hun werkelijke schuldenlast. Niet alleen 'Club Med-landen' zoals Griekenland, Italië en Portugal, maar ook Frankrijk, Duitsland en zelfs niet-EMU-lid Groot-Brittannië passen deze praktijken toe.

Opvallende voorbeelden:

- *Griekenland* flatteerde, om tot de EMU te kunnen toetreden, zijn schuldpositie, door militaire uitgaven te laag op te geven, en meevallers bij sociale verzekeringsuitkeringen te hoog. Na controle door Eurostat bleek de schuld niet 103 maar 110 procent van het bruto binnenlands product te bedragen.
- *Groot-Brittannië* werkt met een *private finance initiative* (PFI). Financiering van grote projecten - inmiddels voor 25 miljoen pond - werden in *special purpose vehicles* ondergebracht. Het worden dan 'deelnemingen' die men niet in de overheidsbalans hoeft te consolideren. Maar aansprakelijkheden en exploitatierisico's blijven wel voor rekening van de staat.
- *Italië* maakte door *securitisation* voor negentig miljard euro aan schulden onzichtbaar. De balans werd verkort door lopende staatsleningen te verzelfstandigen en onder te brengen in de Cassa Depositi e Prestiti, die voor zeventig procent staatseigendom is.

- *Duitsland* en *Frankrijk* pasten vergelijkbare securitisatieconstructies toe. Vorderingen werden overgenomen door institutionele beleggers. De landen boekten dat geld vervolgens als inkomsten, zonder duidelijk te maken dat tegelijk een vordering was weggevallen.
- Na verzelfstandiging van het *Belgische* staatstelefoniebedrijf Belgacom werden de beleggingen van het pensioenfonds geliquideerd en in de staatskas als inkomsten bijgeboekt, zonder de (blijvende) toekomstige verplichting te tonen.

Veel manieren om de balans of inkomstenstroom van een land te verfraaien zijn eenmalig. Bijvoorbeeld het liquideren van de pensioenkas van een voormalig staatsbedrijf en de opbrengst in één jaar als inkomsten boeken (wetende dat pensioenuitkeringen in de toekomst in de boeken terugkomen). Ook landen die derivaten - *swaps* - gebruiken om inkomsten naar voren te halen of uitgaven naar de toekomst te verschuiven, doen dat maar één keer.

Maar andere methoden zijn steeds opnieuw toepasbaar. Voor elke grote infrastructurele investering kan weer een special purpose vehicles worden opgetuigd.

In het algemeen zijn dergelijke acties strikt genomen niet illegaal. Maar, vreest Euromoney, ooit zullen beleggers in staatsobligaties zich toch gaan afvragen hoe 'goudgerand' dat papier eigenlijk nog is.

## Vincent Koen (OECD): 'Dat markten niet reageren komt wellicht doordat de financiële wereld globaal al wist wat er aan schortte.'

De suggestie dat beleggers zich door creatief boekhouden van bepaalde landen een rad voor ogen zouden laten draaien, doet hem grinniken. "De mensen die de cijfers analyseren kennen alle trucs, ze werken immers vaak voor dezelfde banken als degenen die dergelijke constructies adviseerden."

## Tekortkomingen Stabiliteitspact

Wie kritiek heeft op landen die de regels van het Stabiliteitspact proberen te ontduiken, is aan zichzelf intellectueel verplicht om ook een open oor te hebben voor de kritiek van die bekritiseerde landen hebben op datzelfde Stabiliteitspact. Bijvoorbeeld dat de afgedwongen bezuinigingen in een tijd van laagconjunctuur het economisch herstel tegenwerken. Sylvester Eijffinger, hoogleraar aan de economische faculteit van de Universiteit van Tilburg en tevens verbonden aan CentER, een centrum voor economisch onderzoek van diezelfde universiteit, heeft kritiek op landen die

## Luca Jellinek (ABN AMRO): 'De mensen die de cijfers analyseren kennen alle trucs, ze werken vaak voor dezelfde banken als degenen die dergelijke constructies adviseerden.'

de SGP-regels ontduiken, maar ziet ook de zwakke plekken van het Pact. Hij is als economisch adviseur van de Europese Commissie in 2003, maar daarvoor ook als lid van het 'Monetary Experts Panel' van het Europese Parlement, direct betrokken geweest bij de hervorming van het pact.

Op persoonlijke titel sprekend erkent Eijffinger dat het oorspronkelijke SGP een aantal serieuze tekortkomingen had. "Ik denk dat de budgetdiscipline die het oorspronkelijke pact afdwong inderdaad bepaalde pro-cyclische effecten had. Anderzijds was er ook veel aan te merken op de afdwingbaarheid (*enforcement*) ervan."

## Minder star

Maar inmiddels is het pact aangepast en juist afgelopen september publiceerde Eijffinger samen met Marco Buti en Daniële

## Geen accountantscontrole

Een belangrijk verschil tussen een bedrijfsboekhouding en die van een land is dat de laatste niet wordt gecontroleerd door een extern accountant. Eurostat, het Europees bureau voor de Statistiek, is in wezen de instelling die de nationale boekhoudingen van EMU-leden controleert. De cijfers die de verschillende landen aanleveren worden daar 'genormaliseerd', dat wil zeggen volgens een bepaalde multilateraal afgesproken standaard gehergroepeerd om vergelijkbaar mogelijk te maken. Die standaard wordt bij Eurostat vastgesteld door een team van niet politiek gebonden economen uit de verschillende EMU-landen.

Voor de berekening van de beruchte Stabiliteitspact-norm - een begrotingstekort van maximaal drie procent, en een nationale schuld (saldo van bezittingen en schulden) van maximaal zestig procent van het bruto binnenlands product - wordt gewerkt met de cijfers ná normalisering door Eurostat. Michiel Vergeer (CBS): "Eurostat, waaraan ook wij onze data leveren, prikt door verreweg de meeste vormen van creatief boekhouden heen."

## Pensioenverplichtingen

De OECD-economen Vincent Koen en Paul van de Noord schreven in hun notitie 'Fiscal Gimmickry in Europe': 'Fiscal gimmick come in many guises [...] en Accounting conventions usually leave room for judgement which governments may be tempted to take advantage of, especially when fiscal rules bite.'

Maar in een toelichting zegt Koen erbij: "Waar het artikel in Euromoney aan voorbij gaat, is dat er iets anders speelt, dat een juist beeld van de financiële positie van EMU-landen véél meer verstoort: de enorme toekomstige, niet-gedekte pensioenverplichting van overheden. Die komen in de cijfers nergens tot uiting, terwijl de omvang ervan vele malen groter is dat het effect van welke boekhoudtruc ook."

Macro-econoom Michiel Vergeer van het CBS sluit zich bij die verzuchting aan: "Op een bedrijfsbalans zouden vaststaande toekomstige verplichtingen en inkomstenstromen tegen hun contant gemaakte waarde natuurlijk opgenomen worden. Van de EMU-landen is Nederland het enige waar ambtenarenpensioenen op kapitaaldekkingbasis gefinancierd zijn. Alle andere werken met een omslagstelsel. Tegenover de toekomstige verplichtingen staat dus het belegde kapitaal van de ambtenarenpensioenfondsen ABP en PGGM. Als het saldo van die pensioenreserves en -verplichtingen wél in de overheidsbalansen werd meegenomen, zou de bruto staatschuld overal stijgen behalve in Nederland."

**'Niet melden van pensioenverplichting verstoort juiste beeld meer dan zelfs de meeste gewaagde boekhoudtruc.'**

Franco onder auspiciën van het Centre for Economic Policy Research een paper waarin opvattingen over het functioneren van dat nu hervormde pact worden besproken. Eijffinger: "Zeker, dit paper is geen oproep om een soort Sarbanes-Oxley-wet voor overheden te maken. Maar dat hoeft denk ik ook niet. De eisen zijn minder star omdat nu er meer

## Credit ratings langlopende staatsobligaties en langetermijnrente\*

	Staatsobligaties	Langtermijnrente
• Oostenrijk	AAA/Stable	3,29
• België	AA+/Stable	3,42
• Denemarken	AAA/Stable	3,37
• Finland	AAA/Stable	3,32
• Frankrijk	AAA/Stable	3,41
• Duitsland	AAA/Stable	3,41
• Griekenland	A/Stable	3,59
• Ierland	AAA/Stable	3,22
• Italië	AA-/Negative	3,57
• Luxemburg	AAA/Stable	-
• Nederland	AAA/Stable	3,39
• Portugal	AA-/Stable	3,49
• Spanje	AAA/Stable	3,43
• Zweden	AAA/Stable	3,42
• Verenigd Koninkrijk	AAA/Stable	3,26

BRON: STANDARD & POOR'S EN FINANCIAL TIMES

\* RENTE DIE EEN LAND MOET BETALEN VOOR TIENJAARSGELD (PER 12 DECEMBER 2005).

\*\* ACHTJAARSLNING

Standard & Poor's hanteert voor zijn ratings een achtpunten schaal, lopend van de meest kredietwaardige categorie AAA (*extremely strong capacity tot meet financial commitments*) naar de minst kredietwaardige CC (*highly vulnerable*). De landen in de tabel zijn de vijftien 'oude' EU-leden. Daarvan nemen Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk niet deel aan de Europese Monetaire Unie. Griekenland scoort met een A-rating in deze groep het laagst. Nieuwe EU-landen als Hongarije (A) en Polen (A-) krijgen van Standard & Poor's een vergelijkbare *credit rating*, gegadigde Turkije een BB. De economische snelgroeiers China en India scoren respectievelijk een A- en BB+. 's Werelds minst kredietwaardige uitgever van overheidsobligaties is de Dominicaanse Republiek (CC).

## Sylvester Eijffinger (CentER): 'De Europese Centrale Bank neemt bij leningen aan EMU-landen geen genoegen meer met een onderpand in staatsobligaties met een credit rating lager dan A-.'

gekeken wordt naar prestaties op middel-lange termijn, en doordat er meer aandacht is voor structurele economische hervormingen binnen de preventieve arm van het pact." Toch geeft Eijffinger toe dat hij persoonlijk, ook al om tegenwicht te bieden aan de grotere flexibiliteit in de eisen ten aanzien van begrotingstekort en nationale schuld, ten aanzien van de 'enforcement' een wat uitgesprokener standpunt inneemt.

### 'Minstens A-'

"Anderzijds", zegt Eijffinger, "ben ik heel positief over de vooruitgang die er bij Eurostat wordt gemaakt. Daar is ook een leerproces gaande geweest. Afspraken over hoe bepaalde situaties in de boeken te verwerken zijn helderder. En ik denk dat pogingen tot creatief boekhouden steeds vaker bij Eurostat stranden". Maar een combinatie van disciplinerende regels en discipline die de markt afdwingt is in Eijffingers ogen nog beter. Medio november kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) het plan aan om bij het verstrekken van leningen aan EMU-landen niet meer genoegen te nemen met onderpand in de vorm van staatsobligaties met een creditrating lager dan 'A-'. Eijffinger: "Op die manier verschuift naleving van sfeer van de politiek naar de markt. Een perfecte oplossing, die binnen het domein van de ECB ligt." ■