

Restrukturyzacja zadłużenia zagranicznego – koncepcje usprawnienia procesu

Mirostlaw Pawliszyn

Wprowadzenie

Utrzymujący się niekorzystny klimat gospodarczy w największych gospodarkach świata wpływa na sytuację krajów z rynków wschodzących. W ostatnich latach znacznie spadają przepływy kapitałowe do tych krajów. Analizy Banku Światowego podają, że nowe przepływy kapitału brutto spadły z 228 mld USD w 2000 r. do 175 mld USD w 2001 r. i 140 mld USD w 2002 r.¹ Najbardziej spadły kredyty bankowe, co prawdopodobnie było efektem ostrożności banków po kryzysach w Turcji oraz Argentynie, a także bankructwa kilku wielkich korporacji. Również napływ bezpośrednich inwestycji kapitałowych spadł z około 170 mld USD w latach 2000 i 2001 do 145 mld USD w 2002 r.² Ograniczenie przepływów kapitałowych do rynków wschodzących jest efektem problemów wynikających z cyklu gospodarczego, a także czynników strukturalnych. Do tych pierwszych należy zaliczyć spowolnienie gospodarcze na świecie oraz zwiększoną wrażliwość na ryzyko rynkowe. Na problemy strukturalne składają się natomiast negatywne wydarzenia w postaci spadku cen na rynku akcji, skandali związanych z nadzorem korporacyjnym, a także następstwa wydarzeń z 11 września 2001 r.

Gospodarki krajów z rynków wschodzących uzależnione są od finansowania przez inwestorów z krajów rozwiniętych, dysponujących nadwyżką funduszy. W interesie obu stron leży budowanie wzajemnej wiarygodności, będącej podstawą napływu kapitału. Dlatego w pełni uzasadniona jest, a nawet wskazana, aktywna postawa krajów rozwiniętych, mająca na celu tworzenie i wspieranie inicjatyw służących umocnieniu warunków dla eksportu kapitału do krajów rozwijających się. Stąd istotna jest rola zarówno instytucji publicznych, jak i prywatnych w opracowywaniu planów działania na wypadek, gdy kraj zostanie dotknięty kryzysem zadłużeniowym. Działania te prowadzone są od kilku lat, jednak przy obecnym stanie gospodarki światowej nabierają jeszcze większego znaczenia.

Jak dowodzą doświadczenia historyczne, restrukturyzacja długu była zawsze trudna, nawet w latach 80., kiedy można było zgromadzić wierzycieli przeważającej części długu kraju poprzez zaproszenie do negocjacji reprezentantów 15–20 banków. Nawet przy tej liczbie wierzycieli proces negocjowania restrukturyzacji długu państwa trwał bardzo długo. W latach 90. sytuacja skomplikowała się jeszcze bardziej, ponieważ państwa zaczęły finansować się poprzez emisje obligacji na rynkach międzynarodowych. Dywersyfikacja źródeł finansowania jest niewątpliwie pozytywnym zjawiskiem, jednak rodzi problemy, gdy powstaje konieczność renegocjacji długu. Wynika to z faktu, że

¹ *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, World Bank, Washington 2003.

² *Ibidem*.

o wiele trudniej skoordynować posiadaczy obligacji, którzy nie mają wypracowanych relacji z emitentem, niż banki. Sytuację dodatkowo komplikuje wzrost liczby instrumentów dłużnych oraz tworzonych na ich bazie instrumentów pochodnych. Wszystkie te czynniki poważnie utrudniają proces zawarcia umowy restrukturyzacyjnej, akceptowalnej dla wszystkich zainteresowanych. Dlatego zarówno instytucje publiczne, jak i sektor prywatny pracują nad opracowaniem rozwiązań pozwalających na zarządzanie procesem restrukturyzacji zadłużenia.

Wśród rozważanych propozycji należy wyróżnić trzy zasadnicze koncepcje:

- zaproponowany przez specjalistów z MFW **mechanizm restrukturyzacji długu państwowego** (ang. *Sovereign Debt Restructuring Mechanism – SDRM*) – mimo że oparty na pewnych założeniach statutowych, jest w istocie podejściem zorientowanym na rynek;

- rozszerzenie zakresu stosowania i rodzajów **klauzul wspólnego działania** (ang. *collective action clauses*) zastosowanych już w niektórych międzynarodowych obligacjach państwowych oraz wbudowanie ich w inne instrumenty (np. pożyczki bankowe);

- oparte na warunkach rynkowych **dwuetapowe podejście do restrukturyzacji zadłużenia**, zaproponowane przez E. Bartholomew i E. Sterna z JP Morgan.

W niniejszym artykule dokonano przeglądu trzech powyższych inicjatyw. Najwięcej uwagi poświęcono klauzulom wspólnego działania, ponieważ wszystko wskazuje, że to one odegrają główną rolę w procesach restrukturyzacji zadłużenia w najbliższych latach. Dodatkowo w opracowaniu omówiono wybrane przykłady restrukturyzacji długu państwowego w kontekście stosowania klauzul wspólnego działania.

Mechanizm restrukturyzacji długu państwowego

Formalnie koncepcję SDRM po raz pierwszy zaproponowała Anne Krueger w listopadzie 2001 r. Celem tej inicjatywy jest ułatwienie szybkiego, sprawnego i przewidywalnego procesu restrukturyzacji długu, przy jednoczesnej ochronie wartości aktywów i praw wierzycieli. SDRM zapewniłby prawne podstawy, dzięki którym decyzje podjęte przez kwalifikowaną większość wierzycieli w kwestii uzgodnienia z państwem – dłużnikiem warunków restrukturyzacji – byłyby wiążące dla wszystkich. Takie uzgodnienia albo poprzedzałyby pojawienie się problemów dłużnika w regulowaniu zobowiązań, albo następowałyby po nich i służyłyby minimalizowaniu zakłóceń na rynkach, związanych z tym kosztów dla gospodarki oraz strat wierzycieli. Koncepcja SDRM, będąca wciąż w fazie uzgodnień, opiera się na następujących założeniach:

- kraj-dłużnik ma zapewnioną ochronę prawną przed występowaniem wierzycieli na drogę sądową

w czasie trwania negocjacji – kwalifikowana większość wierzycieli może podjąć decyzję o powstrzymaniu się przed wytaczaniem procesów (ang. *stay on litigation*);

- kwalifikowana większość wierzycieli ma prawo do przyjęcia nowych warunków w ramach umowy restrukturyzacyjnej, które wiążą wszystkich wierzycieli i odbierają im możliwość dochodzenia praw z pierwotnych instrumentów dłużnych;

- interesy wierzycieli są chronione w czasie negocjacji – kraj-dłużnik nie może podejmować rozmów z wierzycielami mniejszościowymi (i dokonywać na ich rzecz płatności) oraz prowadzić polityki ograniczającej wartość aktywów;

- ponieważ zadłużony kraj w czasie restrukturyzacji potrzebuje środków, wierzyciele mogą zgodzić się na priorytetowe traktowanie nowych źródeł finansowania – nowy dług byłby wtedy traktowany na zasadzie pierwszeństwa przed długiem restrukturyzowanym (ang. *seniority*), co pozwoliłoby na łatwiejsze uzyskanie nowych kredytów.

Wyłączne prawo do decydowania, czy i kiedy skończyć z mechanizmem SDRM, należałoby do kraju-dłużnika. Restrukturyzacja zadłużenia poprzez skorzystanie z tego mechanizmu byłaby więc dobrowolna i opierałaby się na autonomicznej decyzji kraju. Kraj mógłby również zrezygnować z uruchomionego procesu SDRM w przypadku znalezienia innych, korzystniejszych dla niego procedur restrukturyzacji zadłużenia. Podejmowanie kluczowych decyzji w ramach SDRM należałoby do dłużnika i kwalifikowanej większości wierzycieli. MFW w trakcie procesu restrukturyzacji korzystałby natomiast ze swych możliwości zapewniania finansowania wspierającego programy dostosowawcze (ang. *adjustment lending*) oraz tworzenia bodźców do właściwego wykorzystania omawianego mechanizmu.

Wprowadzenie w życie zaproponowanej koncepcji wymaga stworzenia odpowiednich ram prawnych w postaci zmian w statucie MFW³ (ang. *Articles of Agreement*) lub nowego traktatu międzynarodowego. Pozwoliłoby to na powstanie uniwersalnych podstaw prawnych w skali międzynarodowej. W ramach tych zmian proponuje się również powołanie nowej instytucji – Forum ds. Rozstrzygania Sporów Długu Państwowego (ang. *Sovereign Debt Dispute Resolution Forum – SDDRF*) – która pełniłaby funkcję pośrednika w dyskusjach między krajem-dłużnikiem a jego wierzycielami. Do zadań Forum należałoby:

- administrowanie roszczeniami (powiadamianie wierzycieli, zarządzanie procesem głosowania, prowadzenie rejestru roszczeń);

- rozstrzyganie sporów między wierzycielami lub wierzycielami a krajem-dłużnikiem (weryfikacja roszczeń, zapewnienie integralności procesu głosowania, klasyfikacja wierzycieli).

³ Do zmiany Statutu MFW potrzebne jest poparcie 60% członków, posiadających 85% udziałów w tej instytucji.

Powołanie SDDRF zapewniłoby jednolitość prawną wszystkich jurysdykcji i pozwoliłoby na jednolitą interpretację, w przeciwieństwie do opierania się na regulacjach krajowych i krajowych sądach, powodującego fragmentaryczność procesu restrukturyzacji.

Bardzo istotną kwestią w przypadku projektowanego SDRM jest doprecyzowanie zakresu zadłużenia, które ten typ restrukturyzacji miałyby objąć. W tym kontekście szczególnie ważny jest sposób traktowania w ramach SDRM długu krajowego oraz oficjalnego zadłużenia wynikającego z umów bilateralnych.

Nie ulega wątpliwości, że restrukturyzacja długu krajowego może mieć duży wpływ na gospodarkę poprzez oddziaływanie na system finansowy i funkcjonowanie krajowego rynku kapitałowego. Z drugiej jednak strony cechy krajowych instrumentów dłużnych, a także inwestorzy mogą się różnić od tych typowych dla długu zagranicznego. Niewątpliwie, włączenie długu krajowego do SDRM mogłoby wyeliminować problem zakłócania procesu restrukturyzacji przez posiadaczy długu wewnętrznego. Takie podejście mogłoby jednak skomplikować mechanizm. Przykładem może być dług krajowy denominowany w walucie krajowej i zagranicznej – właściciele obu wierzytelności będą mieli podczas kryzysu rozbieżne interesy. Z konsultacji przeprowadzonych do tej pory z zagranicznymi inwestorami wynika, że optują oni za wyłączeniem długu krajowego z SDRM.

Roszczenia większości oficjalnych wierzycieli są restrukturyzowane pod egidą Klubu Paryskiego. Praktyka Klubu była dostosowywana przez ponad 40 lat do zmieniających się warunków i pozwala jego członkom na szybkie reagowanie na potrzeby zewnętrznego finansowania krajów-dłużników. W przypadku wielu gospodarek z rynków wschodzących oficjalne wierzytelności bilateralne stanowią relatywnie małą część zadłużenia zagranicznego tych krajów. Jest tak w przypadku Brazylii, Meksyku, Argentyny czy wielu krajów azjatyckich. Udział ten przekracza jednak 50% zadłużenia zagranicznego w przypadku Rosji, Nigerii, Egiptu i Pakistanu, co czyni koordynację procesu jednoczesnej restrukturyzacji roszczeń wierzycieli prywatnych oraz kredytodawców bilateralnych niezwykle trudną. W tej kwestii zrodziły się dwa podejścia. Zwolennicy pierwszego z nich opowiadają się za restrukturyzacją roszczeń bilateralnych poza mechanizmem SDRM, co wyeliminowałoby konieczność modyfikacji istniejącego procesu decyzyjnego mającego zastosowanie do tych roszczeń. Wyłączenie tych roszczeń z SDRM wyeliminowałoby także konieczność akceptacji warunków restrukturyzacji przez Klub, jako że w przeciwnym razie uczestniczyłby on w procesie głosowania nad nimi w ramach SDRM. Drugie podejście zakłada włączenie roszczeń bilateralnych do SDRM, ale jako odrębnej klasy wierzycieli. Każda z grup wierzycieli głosowałaby w ramach odrębnej klasy, ale wymagany byłby próg po-

parcia w każdej z nich, aby warunki restrukturyzacji zaoferowane obu klasom wierzycieli były prawnie wiążące w ramach SDRM. Warunki oferowane każdej z klas mogłyby się różnić, jednak każda grupa wierzycieli miałaby w efekcie możliwość zgłoszenia weta do warunków oferowanych drugiej grupie wierzycieli. Ponieważ restrukturyzacja odbywałaby się w tym samym czasie, możliwe byłyby konsultacje i koordynacja między wierzycielami prywatnymi a bilateralnymi, przy jednoczesnym uwzględnieniu różnych interesów tych dwóch grup. Ze wstępnych konsultacji z inwestorami zagranicznymi, aktywnymi na rynku długu gospodarek wschodzących, wynika, że są oni zainteresowani znalezieniem opcji włączenia oficjalnych roszczeń bilateralnych do SDRM, jednak jako oddzielnej klasy.

Klauzule wspólnego działania

Zapisy, które można znaleźć w prospektach emisyjnych istniejących międzynarodowych obligacji państwowych (MOP)⁴, są zaprojektowane w taki sposób, by zapewnić równe traktowanie inwestorów w procesie restrukturyzacji zadłużenia i eliminować problem „jazdy na gapi” (ang. *free riders*)⁵. Problem ten można rozwiązać właśnie poprzez umieszczenie w prospektach emisyjnych **klauzul wspólnego działania**, które dzielą się na dwie podstawowe kategorie:

- **klauzule woli większości** (ang. *majority restructuring provisions*),
- **klauzule egzekwowania** (ang. *majority enforcement provisions*).

Klauzule woli większości

Klauzule woli większości, obecne w wielu kodeksach dotyczących upadłości, dają kredytodawcom stanowiącym większość prawo do ustalenia warunków restrukturyzacji długu, nawet przy sprzeciwie pozostałych kredytodawców, będących w mniejszości⁶. W przypadku emisji obligacji państwowych klauzule te mają zapobiegać blokowaniu w przyszłości prób renegeacji zobowiązań wynikających z obligacji przez niewielką

⁴ W artykule tym przyjmuje się, że międzynarodowa obligacja państwa to taka, która: a) została wyemitowana lub jest gwarantowana przez państwo lub bank centralny, b) stosuje się do niej prawo inne niż prawo obowiązujące emitenta, c) ewentualne roszczenia z jej tytułu rozstrzygane są w obcej jurysdykcji.

⁵ W tym kontekście problem „jazdy na gapi” pojawia się, gdy grupa wierzycieli godzi się na zawarcie z dłużnikiem umowy restrukturyzacyjnej, a kilku innych inwestorów próbuje to wykorzystać i odzyskać pierwotną kwotę swych wierzytelności.

⁶ Klauzule woli większości zostały wprowadzone do obligacji korporacyjnych emitowanych zgodnie z prawem angielskim w XIX w., kiedy okazało się, że mniejszościowi posiadacze mogą podejmować działania redukujące wartość obligacji znajdujących się w posiadaniu wierzycieli stanowiących większość. Klauzula woli większości (pod nazwą *majority action clause*) pojawiła się także w umowach restrukturyzacji długów banków komercyjnych. Wymagano wtedy zgody istotnej większości kredytodawców (np. 95%) dla zmiany warunków płatności.

liczbę kredytodawców. W wielu MOP są zapisy pozwalające na zmianę określonych warunków instrumentu w wyniku głosowania wierzycieli. Jedynie obligacje zawierające klauzule woli większości pozwalają jednak na zmianę takich warunków, jak: zapadalność obligacji, kwota odsetek i nominału czy waluta płatności. Odbywa się to poprzez głosowanie kwalifikowanej większości wierzycieli, wiążące wszystkich posiadaczy obligacji danej emisji.

Klauzule woli większości umieszczone w obligacjach emitowanych w różnych jurysdykcjach mogą się nieco różnić, mają jednak wiele cech wspólnych:

– prawo do zwołania zebrania wierzycieli w celu przedstawienia propozycji zmian warunków emisji może przysługiwać:

- a) emitentowi,
- b) wierzycielom mającym minimalny procent obligacji pozostających w obiegu (najczęściej około 10%),
- c) powiernikowi (jeśli emisja przeprowadzona została na zasadzie umowy powierniczej);

– wymagane jest odpowiednie powiadomienie wierzycieli o czasie (najczęściej 20 do 90 dni wcześniej) i miejscu spotkania, a także szczegółach proponowanej modyfikacji warunków emisji;

– dla zawarcia wiążącego porozumienia dotyczącego podstawowych warunków emisji wymagane jest kworum (dwóch lub więcej wierzycieli posiadających 3/4, rzadziej 2/3 obligacji pozostających w obiegu);

– porozumienie jest wiążące, gdy popierają je wierzyciele mający 3/4, rzadziej 2/3 głosów w ramach zgromadzonego kworum, o którym mowa powyżej;

– w celu ochrony praw indywidualnych inwestorów wyklucza się obligacje utrzymywane na korzyść wystawcy, które mogłyby służyć zapewnieniu kworum i głosowaniu zgodnie z jego wolą.

Różnice wynikające z jurysdykcji

Obligacje emitowane zgodnie z prawem angielskim najczęściej zawierają klauzule woli większości. Klauzule woli większości są standardem rynkowym dla Euroobligacji. Zasada swobody kontraktowej pozwala posiadaczom obligacji na dowolne uzgodnienie warunków umowy emisyjnej, w tym zamieszczenie zapisu ograniczającego ich indywidualne prawa. Zasada ta pozwala również na wyłączenie klauzuli woli większości. Ma to odzwierciedlenie w przypadku obligacji Brady'ego emitowanych zgodnie z prawem angielskim – część z nich nie posiada takich klauzul.

Klauzule tego typu są dość powszechnie umieszczane w prospektach emisji przeprowadzanych pod jurysdykcją prawa japońskiego – ang. *Samurai bonds*. Japoński kodeks handlowy w przypadku restrukturyzacji obligacji korporacyjnych emitowanych zgodnie z prawem tego kraju, daje kwalifikowanej większości wierzycieli możliwość narzucenia zmian podstawowych

warunków emisji. W celu ochrony praw indywidualnych wierzycieli każda taka modyfikacja musi jednak zostać zaaprobowana przez sąd. Zasady kodeksowe nie mają zastosowania do MOP. Mimo to w praktyce *Samurai bonds* zawierają opisywane klauzule, z taką różnicą, że nie ma konieczności zatwierdzenia zmiany warunków emisji przez sąd. Zgodnie z kodeksem cywilnym, mniejszościowi wierzyciele mogą jednak powołać się na naruszenie ich praw i zaskarżyć decyzję większości. Takie przypadki do tej pory jednak nie wystąpiły.

Większość obligacji wyemitowanych pod nowojorską jurysdykcją nie zawiera klauzul woli większości. Ich brak jest efektem praktyki rynkowej, opartej na konwencji obligacji korporacyjnych w tym kraju. *Trust Indenture Act* z 1939 r., mający zastosowanie właśnie do obligacji korporacyjnych, zabrania jakiegokolwiek ograniczania kwot należnych posiadaczowi obligacji bez jego zgody. Przepisy tego aktu zabraniają również ograniczania praw wierzycieli do występowania na drogę prawną w celu odzyskania utraconych płatności. Choć postanowienia te nie mają zastosowania do MOP emitowanych w USA, w praktyce prospekty emisyjne (na zasadzie analogii) wymagają jednomyślnej zgody wierzycieli na zmianę warunków płatności. Należy zaznaczyć, że prawo amerykańskie nie wyklucza stosowania tego typu klauzul. Jako wyjątek od zasady rynkowej można przytoczyć przykład długu Tajlandii⁷.

MOP wyemitowane zgodnie z prawem niemieckim nie zawierają omawianego typu klauzul. Ponieważ niemieckie firmy prawnicze są niechętnie wydawaniu opinii prawnych potwierdzających ważność takich zapisów, wyjaśnia to praktykę rynkową ukształtowaną pod jurysdykcją niemiecką. *Act on the Joint Rights of Bondholders* z 4 grudnia 1899 r., mający zastosowanie do obligacji emitowanych przez rezydentów niemieckich na terenie Niemiec, nie odnosi się do MOP emitowanych zgodnie z prawem niemieckim. Uczestnicy rynku niemieckiego zwracają uwagę na ryzyko, że tamtejsze sądy mogą nie uznać klauzul woli większości zawartych w prospektach emisyjnych MOP z powodu ograniczania praw indywidualnych posiadaczy obligacji. Rząd niemiecki wydał w lutym 2000 r. oświadczenie o dopuszczalności umieszczenia klauzuli woli większości w MOP, do których ma zastosowanie prawo niemieckie. Stwierdził w nim, że do obligacji tych należy stosować generalną zasadę swobody kontraktowej oraz ograniczenia zawarte w niemieckim kodeksie cywilnym. Oświadczenie to nie w pełni jednak na praktykę rynkową – zdaniem uczestników rynku prawna niejasność pozostaje, gdyż oświadczenie władz nie jest wiążące dla sądów.

⁷ Tajlandzki Urząd ds. Wytwarzania Energii Elektrycznej w 1998 r. wyemitował pod jurysdykcją Nowego Jorku obligacje o wartości 300 mln USD i terminie wykupu w 2008 r., które zawierają klauzule woli większości.

Jak widać, omówione powyżej różnice w stosowaniu klauzul woli większości w istniejących emisjach MOP wynikają raczej z praktyki rynkowej niż wymogów prawa poszczególnych krajów.

Klauzule egzekwowania

Klauzule te pozwalają kwalifikowanej większości wierzycieli na ograniczanie możliwości indywidualnych posiadaczy obligacji do egzekwowania swych praw od dłużnika niewywiązującego się z długu. Skutecznie ograniczają więc chaotyczne zachowania mniejszości, w czasie gdy kraj-dłużnik prowadzi z wierzycielami negocjacje w dobrej wierze. Wśród klauzul egzekwowania należy wyróżnić:

- **klauzulę przyspieszenia spłaty** (ang. *acceleration clause*);
- **klauzulę unieważnienia przyspieszenia spłaty** (ang. *reversal of acceleration clause*);
- **klauzulę wszczęcia postępowania prawnego** (ang. *initiation of legal proceedings clause*);
- **klauzulę udziału** (ang. *sharing clause*).

Klauzula przyspieszenia spłaty pozwala wierzycielom na wezwanie emitenta obligacji do zapłacenia całości kwoty wynikającej z obligacji, jeśli wystąpią oznaki trudności z wywiązywaniem się przez niego ze zobowiązań (ang. *event of default*⁸). W większości przypadków uruchomienie takiej procedury wymaga poparcia inwestorów posiadających 25% wartości emisji. Jeśli emisja została przeprowadzona na zasadzie umowy powierniczej, prawo do uruchomienia procedury przyspieszonej spłaty może mieć również powiernik, który działa wtedy w imieniu wszystkich posiadaczy obligacji. W przypadku niektórych emisji na podstawie umowy agencyjnej (ang. *fiscal agency agreement*) każdy z indywidualnych inwestorów ma prawo do przyspieszenia spłaty posiadanych przez niego obligacji.

Wiele MOP wyemitowanych pod jurysdykcją Nowego Jorku ma klauzule unieważnienia przyspieszenia spłaty. Stanowią one, że kwalifikowana większość posiadaczy obligacji (reprezentująca najczęściej 50%, rzadziej 75% wartości emisji) może unieważnić procedurę przyspieszenia spłaty, jeśli emitent uporał się z wszelkimi oznakami świadczącymi o jego trudnościach z regulowaniem zobowiązań. Emisje MOP, do których zastosowanie ma prawo angielskie, niemieckie lub japońskie, nie zawierają takich klauzul. Możliwość uchylecia przez większość wierzycieli przyspieszenia spłaty służy sprawnemu przeprowadzeniu negocjacji z emitentem. Klauzule te odegrały istotną rolę w ograniczaniu wytaczania spraw sądowych przeciwko

Ekwadorowi, gdy dokonywał on restrukturyzacji swego zadłużenia w 1999 r.⁹

Jeśli emitent ma trudności z regulowaniem swych zobowiązań, to dzięki **klauzuli wszczęcia postępowania prawnego** inwestorzy mają prawo do wystąpienia na drogę sądową w celu odzyskania swych środków. W przypadku emisji opartej na umowie powierniczej indywidualne prawa inwestorów w tej kwestii są efektywnie przenoszone na powiernika. Jeśli umowa powiernicza jest typu angielskiego, to indywidualni posiadacze obligacji nie mogą egzekwować swoich praw poprzez sądy, chyba że powiernik nie wkroczy na drogę sądową, mimo iż:

- 1) zostanie do tego zobowiązany przez wymagana większość wierzycieli (reprezentujących najczęściej 20 – 25% wartości emisji) lub
- 2) otrzyma odpowiednie gwarancje.

Takie ograniczenie zapewni tymczasową ochronę aktywów emitenta i może zwiększać prawdopodobieństwo pomyślnego zakończenia negocjacji.

Klauzula udziału jest innowacją z lat 70. na rynku pożyczek syndykatowych¹⁰. Pomimo popularności klauzuli na tym rynku nie jest ona powszechna w przypadku emisji obligacji. Stosowanie tej klauzuli w emisjach MOP może ograniczyć wytaczanie procesów przez posiadaczy obligacji niegodzących się na restrukturyzację zadłużenia. Warunki umowy powierniczej stanowią, że wszelkie kwoty odzyskane przez powiernika w toku postępowania sądowego są proporcjonalnie dzielone między wszystkich posiadaczy obligacji.

Różnice wynikające z jurysdykcji

Obligacje emitowane pod jurysdykcją angielską i nowojorską mogą zawierać (i w wielu przypadkach zawierają) klauzule egzekwowania.

W przypadku prawa niemieckiego indywidualni inwestorzy mają nieograniczone prawo dochodzić

⁸ Jest to sytuacja, która nie obejmuje jedynie braku terminowej spłaty nominalu lub odsetek, ale także wielu innych przypadków, włącznie z niedokonaniami spłaty zadłużenia z innego tytułu (ang. *cross default*).

⁹ Po tym, gdy Ekwador zaprzestał regulowania swych zobowiązań z tytułu obligacji Brady'ego oraz Euroobligacji, wierzyciele reprezentujący 25% wartości emisji obligacji dyskontowych wezwali go do wcześniejszej ich spłaty. Po prawie roku, Ekwador ogłosił ofertę zamiany swych MOP na nowe instrumenty pod warunkiem uchylecia procedury przyspieszonej spłaty obligacji dyskontowych. Takie uchylene, wymagające w tym przypadku minimum 50% głosów, zostało osiągnięte i pozwoliło Ekwadorowi na zamianę długu.

¹⁰ W latach 70. banki zaczęły umieszczać klauzulę, zgodnie z którą pożyczkodawcy godzili się na podział otrzymanych przez nich płatności (nieproporcjonalnych w stosunku do tych, jakie otrzymali członkowie syndykatu) między wszystkich członków syndykatu na podstawie ich udziału w kredytowaniu danego pożyczkobiorcy. Po kryzysie irańskim 1979 r. rozszerzono zakres klauzuli również o inne kwoty (nie tylko bezpośrednie płatności) odzyskane przez bank od pożyczkobiorcy. Kiedy w latach 80. nastąpił kryzys związany z obsługą długów państwowych, pożyczki banków komercyjnych wobec każdego kraju-dłużnika zostały objęte porozumieniami o restrukturyzacji, do których przeniesiono klauzule podziału spłat. W połowie lat 80. zakres tej klauzuli rozszerzono o wszelkie kwoty odzyskane przez kredytodawcę w postępowaniu prawnym przeciwko krajowi-dłużnikowi.

swych praw i zatrzymywać wszelkie odzyskane kwoty. Dlatego praktycy rynkowi nie są pewni, czy z prawnego punktu widzenia zapisy ograniczające możliwość dochodzenia praw przez wierzycieli mogą być umieszczone w przyszłych emisjach MOP, do których ma zastosowanie prawo niemieckie.

Obligacje emitowane pod jurysdykcją prawa japońskiego mają klauzule stanowiące, że przyspieszenie spłaty (*acceleration*) może nastąpić na wniosek inwestorów posiadających co najmniej 50% wartości emisji. Klauzule te oparte są na kodeksie handlowym, choć nie ma on zastosowania do *Samurai bonds*. Nie jest jasne, czy klauzule ograniczające prawa indywidualnych inwestorów do sądowego dochodzenia swych praw byłyby ważne w myśl prawa japońskiego.

Nowe propozycje klauzul

Klauzule wspólnego działania mogą zapewnić sprawną restrukturyzację poprzez ograniczenie możliwości indywidualnych posiadaczy obligacji do zakłócania procesu negocjacji, jednak nie ustalają procedur samych negocjacji. Istnienie rozproszonych i anonimowych wierzycieli sprawia że, negocjacje między krajem-dłużnikiem, posiadaczami obligacji oraz innymi kredytodawcami są ogromnie trudne i długotrwałe. Niezwykle ważne jest więc ustalenie procedur pozwalających posiadaczom obligacji na uczestniczenie w dyskusjach z dłużnikiem tak szybko, jak to możliwe w procesie restrukturyzacji. Mając na uwadze to, że takie procedury przyniosłyby korzyści obu stronom umowy, w ostatnim czasie zaproponowano wiele nowych rozwiązań lub zmian istniejących klauzul.

Jedną z takich propozycji jest wprowadzenie do prospektów nowych emisji **klauzuli zbiorowej reprezentacji** (ang. *collective representation clause*), ułatwiającej wyznaczenie strony do reprezentowania w czasie negocjacji wszystkich posiadaczy obligacji. Celem umieszczenia tej klauzuli byłoby ustalenie efektywnej metody komunikowania się z posiadaczami obligacji i tym samym przyspieszenie negocjacji w przypadku wystąpienia potrzeby restrukturyzacji zadłużenia. Reprezentantami wierzycieli mogliby być: powiernicy, instytucje, które wyemitowały obligacje, komitety (grupa wierzycieli, zainteresowane rządy czy przedsiębiorcy), utworzone jako nieoficjalny „łącznik” między krajem-dłużnikiem a wierzycielami. Wielu uczestników rynku uważa, że nie ma potrzeby wprowadzania takiej klauzuli. Ich zdaniem, zapisy uprawniające wybranego reprezentanta do negocjowania z emitentem długu opóźniłyby *de facto* rozpoczęcie negocjacji. Poza tym wierzyciele wolą osobiście uczestniczyć w negocjacjach, niż czynić to przez pośrednika.

Klauzula zaangażowania (ang. *engagement clause*), zaproponowana przez J. Taylora, przewiduje jesz-

cze większą rolę dla wspomnianego powyżej „reprezentanta ogółu”. W myśl proponowanej klauzuli, reprezentant wierzycieli negocjowałby warunki restrukturyzacji z dłużnikiem, a jego odpowiedzialność byłaby znacznie większa niż administrowanie płatnościami. W tym przypadku reprezentant (a nie indywidualny posiadacz obligacji) miałby prawo do wystąpienia na drogę sądową przeciwko dłużnikowi, jednak musiałby działać zgodnie z instrukcjami określonej części wierzycieli.

Kolejną propozycję stanowi **klauzula rozpoczęcia restrukturyzacji** (ang. *initiation clause*), która precyzowałaby, w jaki sposób państwo-dłużnik rozpoczynałoby przebudowę swego zadłużenia. Klauzula ta zapewniałaby okres przejściowy między oświadczeniem dłużnika o zamiarze restrukturyzacji długu a wyborem reprezentanta wierzycieli. W tym okresie płatności byłyby tymczasowo zawieszane lub odroczone, a posiadacze obligacji nie mogliby wytaczać procesów sądowych.

Klauzule wspólnego działania mogą wiązać jedynie posiadaczy obligacji tej samej emisji. Nie mają one wpływu na posiadaczy papierów innych emisji czy wierzycieli danego kraju z tytułu innych typów zadłużenia – np. kredytu bankowego czy handlowego. Z powodu tych niewątpliwych ograniczeń uczestnicy rynku zastanawiają się nad możliwościami wprowadzenia klauzul pozwalających na agregację, na potrzeby głosowania, roszczeń wierzycieli wynikających ze wszystkich obligacji i innych instrumentów dłużnych – **klauzul agregacji wierzytelności** (ang. *aggregation of claims clauses*). Klauzule te mogłyby niewątpliwie przyczynić się do usprawnienia procesu restrukturyzacji. Pierwsza reakcja rynku na tę koncepcję nie jest jednak przychylna. Inwestorzy uważają, że wprowadzenie klauzul agregacji wierzytelności wynikających z wielu instrumentów może poważnie ograniczyć ich prawa i zrodzić ryzyko manipulacji w głosowaniach. Poza tym efektywność takiej restrukturyzacji może być zmniejszona na skutek różnej podległości jurysdykcyjnej poszczególnych instrumentów i konieczności korzystania z różnych sądów.

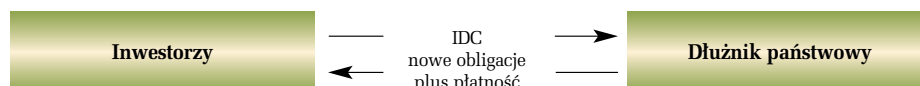
Inną propozycją, która zapewniałaby większe bezpieczeństwo inwestorów, jest umieszczenie w prospektach emisyjnych **klauzul przejrzystości** (ang. *information provisions* lub *transparency provisions*). Odpowiednie zapisy wymagałyby od emitenta dostarczenia określonych informacji finansowych w czasie życia obligacji oraz po wystąpieniu trudności z jego terminowym wywiązywaniem się ze zobowiązań. Zrodziły się również koncepcje wymagania od emitenta przyjęcia standardu udostępniania danych statystycznych (ang. *Special Data Dissemination Standard*) bądź udostępniania informacji na uzasadnioną prośbę posiadaczy 5% obligacji.

Schemat *Mechanizm dwuetapowej restrukturyzacji zadłużenia*

Etap 1. Wymiana starych obligacji na tymczasowe roszczenia dłużne



Etap 2. Wymiana tymczasowych roszczeń dłużnych na obligacje nowej emisji



Źródło: *Two-step Sovereign Debt Restructuring*, JPMorgan, April 24, 2002.

Koncepcja dwuetapowej restrukturyzacji długu – tymczasowe roszczenie dłużne JP Morgan

Na szczególną uwagę zasługuje zaproponowana w kwietniu 2000 r. przez JP Morgan koncepcja dwuetapowej restrukturyzacji długu, stanowiąca próbę stworzenia jednolitych procedur reagowania na trudności finansowe kraju i ich rozwiązywanie w sytuacji, kiedy już wystąpił kryzys. Sposób restrukturyzacji długu państwowego miałby opierać się na zasadzie dobrowolności i warunkach rynkowych. Zgodnie z projektem JP Morgan, w momencie wystąpienia kryzysu, dług kraju byłby zamieniany na tymczasowe roszczenie dłużne (ang. *Interim Debt Claim – IDC*), na okres od 6 do 24 miesięcy. Następnie IDC zastępowano by obligacjami nowej emisji. Wspomniany okres przejściowy służyłby renegocjacji zadłużenia i przygotowaniu warunków emisji. Mechanizm działania tego instrumentu przedstawiono na schemacie.

W pierwszym etapie programu dłużnik oferowałby wierzycielom możliwość zamiany starych obligacji na tymczasowe roszczenie dłużne powiększone o pewną płatność gotówkową jako dodatkową zachętę w przypadku wystąpienia takiej potrzeby. Celem tego etapu byłoby osiągnięcie jak największego udziału inwestorów w programie, a przez to ułatwienie etapu drugiego. Płatność zaoferowana w kroku pierwszym mogłaby być narosłymi odsetkami lub dodatkową kwotą (np. 5% wartości należnego nominału). Nominalna wartość proponowanego w zamian roszczenia dłużnego stanowiłaby różnicę między nominałem starej obligacji wraz narosłymi odsetkami a dokonaną płatnością. W czasie życia roszczenia odsetki od niego nie byłyby wypłacane w gotówce, ale narastałyby i byłyby kapitalizowane do czasu ostatecznego przeprowadzenia restrukturyzacji (etap 2).

Drugi etap następowałby po stwierdzeniu, że kraj-dłużnik ma zdolność do regulowania swych zo-

bowizań, oraz po uzgodnieniu między krajem a komitetem wierzycieli warunków emisji nowych obligacji i ratyfikowaniu ich przez kwalifikowaną większość posiadaczy IDC. Moment ten stanowiłby faktyczną restrukturyzację zadłużenia i finalizowałby cały program – tymczasowe roszczenie dłużne przestałoby istnieć, a jego miejsce zajmowałyby obligacje nowej emisji.

Tymczasowe roszczenie dłużne zawierałoby następujące klauzule tworzące stronę prawną omawianej koncepcji:

- **klauzulę udziału** – każda kwota odzyskana przez indywidualnego posiadacza roszczenia dłużnego byłaby proporcjonalnie rozdzielana między wszystkich posiadaczy;

- **klauzulę wspólnego działania** – warunki restrukturyzacji przyjęte przez większość (np. posiadaczy 85% całkowitej wartości tymczasowych roszczeń dłużnych) byłyby wiążące dla pozostałych posiadaczy;

- **klauzulę reprezentacji** – komitet wierzycieli składający się z posiadaczy tymczasowych roszczeń dłużnych miałby prawo do prowadzenia w ich imieniu negocjacji z państwem-dłużnikiem.

Proponowane podejście ma wiele niewątpliwych zalet. Tymczasowe roszczenie dłużne pozwoliłoby na konwersję wielu papierów w jeden instrument, który byłby bardziej płynny. IDC byłoby sposobem na podtrzymanie wiarygodności i płynności danego kraju oraz uniknięcie chaosu na rynkach, związanego z paniką inwestorów i chęcią odzyskania swych funduszy. Utrzymanie płynności w połączeniu z konwersją wielu zobowiązań kraju pozwoliłoby na łatwiejsze zarządzanie długiem i przygotowanie bardziej konstruktywnego planu restrukturyzacji. Krótszy mógłby też być czas potrzebny na odzyskanie dostępu do rynków kapitałowych. IDC zapewniłoby równość inwestorów w okresie przejściowym, rzetelniejszy proces regulowania spłat oraz ograni-

czyłoby problem *free riders*. Zmniejszone zostałyby też ryzyko różnego traktowania roszczeń wierzycieli w zasadniczej, drugiej fazie restrukturyzacji, polegającej na emisji nowych obligacji.

Koncepcja jest zgodna z dążeniem Banku Światowego i MFW do ograniczania bezpośredniej pomocy i wykorzystywania procedur rynkowych w celach rozwoju, przeciwdziałania kryzysom finansowym, jak również ich rozwiązywania. Pozytywnie należy ocenić fakt, że JP Morgan zamierza opierać swą koncepcję na wiarygodnym programie reform ustalonym przez dany kraj z MFW. Niewątpliwie stanowiłoby to dalsze wsparcie programu IDC i wpływałoby na podtrzymanie zaufania inwestorów do danego kraju. Propozycja JP Morgan dałaby możliwość usprawnienia i ujednoczenia procedur restrukturyzacji długów oraz utrzymania płynności przez kraj. Dzięki temu nie rosłoby ryzyko związane z długiem krajów z rynków wschodzących, ale byłoby to możliwe jedynie w sytuacji, kiedy system ten znacząco przyspieszałby zażegnanie kryzysu.

Wątpliwości budzi jednak skłonność inwestorów do poddania się takiemu jednolitemu procesowi restrukturyzacji w przypadku istniejących emisji obligacji. Koncepcja JP Morgan nie precyzuje, czy program ten miałby objąć również obecne emisje, czy dotyczyłby jedynie przyszłych. Wydaje się, że ma on największe szanse powodzenia jedynie w odniesieniu do nowych emisji i pod warunkiem iż w prospektach emisyjnych zostanie wprowadzona klauzula o restrukturyzacji zadłużenia w myśl koncepcji JP Morgan (jeśli zostanie ona zaaprobowana przez rynki finansowe i dłużników).

Podejście może osiągnąć sukces, jeśli rzeczywistość będzie w stanie ograniczyć czas i koszty związane z wychodzeniem kraju z kryzysu zadłużeniowego. Mimo że JP Morgan nie podaje kosztów związanych z obsługą takiej operacji, można śmiało założyć, że będą one niższe niż potencjalne straty (i zarazem koszty dla podatników!) związane z utratą wiarygodności kredytowej i odpływem inwestorów. Jednak będzie tak tylko w przypadku, gdy czas obowiązywania IDC będzie krótki, a koncepcja zyska akceptację środowiska inwestorów. Rozwiązanie to byłoby również korzystne finansowo dla banków inwestycyjnych (utrzymanie płynności wierzycieli, dochody z emisji dodatkowych papierów dłużnych). Koncepcja niewątpliwie wymaga dopracowania od strony technicznej. Przedstawiony zarys pokazuje jednak, że prywatne instytucje finansowe intensywnie pracują nad nowymi produktami, które mogłyby okazać się pomocne dla krajów w sprawnym zażegnaniu kryzysów zadłużenia.

Restrukturyzacja zadłużenia państwowego a klauzule kontraktowe – wybrane przypadki

Ekwador

Wymiana obligacji przeprowadzona przez Ekwador była pierwszą restrukturyzacją obligacji Brady'ego oraz Euroobligacji wyemitowanych pod jurysdykcją Nowego Jorku. Ekwador był zmuszony do restrukturyzacji swego zadłużenia, po tym jak we wrześniu 1999 r. zaprzestał regulowania zobowiązań z tytułu całego długu reprezentowanego przez:

- 1) obligacje Brady'ego i Euroobligacje o wartości nominalnej 6,5 mld USD,
- 2) dług krajowy o wartości 346 mln USD, zapadający między wrześniem 1999 r. a końcem 2000 r.,
- 3) zewnętrzne linie kredytowe zamkniętych banków na kwotę około 80 mln USD.

Całkowita wartość zrestrukturyzowanego długu stanowiła 50% PKB. Oprócz tego zadłużenia od 1996 r. Ekwador miał również zaległości wobec Klubu Paryskiego. Umowa o restrukturyzacji zadłużenia z Klubem Paryskim zawarta została we wrześniu 2000 r.

W lipcu 2000 r. Ekwador ogłosił ofertę zamiany wspomnianych wyżej obligacji na pojedynczą obligację globalną. Dodatkowo posiadaczom obligacji zaproponowano pełną płatność gotówkową zaległych odsetek. Po zaprzestaniu regulowania zobowiązań z obligacji, władze powołały tzw. Grupę Konsultacyjną, składającą się z ośmiu instytucji, których wiarygodności były największe.

Obligacje, które brały udział w wymianie, nie zawierały klauzuli wspólnego działania w odniesieniu do warunków płatności. Zawierały jednak zapisy pozwalające wierzycielom stanowiącym zwykłą większość (wyrażoną wartością nominalną obligacji) na narzucenie pozostałym inwestorom zmian innych warunków emisji. W przypadku Ekwadoru, warunki wymiany obligacji wymagały od każdego posiadacza, który zgodził się zamienić swe papiery, przystania na listę poprawek (z wyjątkiem dotyczących warunków płatności) do tych papierów. Zmodyfikowane warunki uczyniły stare obligacje mniej atrakcyjnymi i w efekcie 97% posiadaczy obligacji zgodziło się na udział w wymianie oferowanej przez władze Ekwadoru.

Pakistan

Korzystając z informacji dotyczących nabywców obligacji na rynku pierwotnym oraz ograniczonych informacji z rynku wtórnego, władze były w stanie skontaktować się z inwestorami posiadającymi około 40% wartości nominalnej emisji, która miała podlegać wymia-

nie¹¹. Po nieformalnych rozmowach z grupą inwestorów władze mogły złożyć ofertę, która okazała się akceptowalna dla większości inwestorów. W listopadzie 1999 r. Pakistan ogłosił ofertę wymiany trzech Euroobligacji o wartości 608,3 mln USD, zapadających w grudniu 1999 r. oraz lutym 2002 r. Oferta została dobrze przyjęta przez posiadaczy obligacji – ponad 99% z nich uczestniczyło w aukcji.

Mimo że Euroobligacje będące przedmiotem wymiany zawierały klauzule wspólnego działania, Pakistan nie skorzystał z nich w celu modyfikacji warunków płatności obligacji. Obawiał się najwyraźniej, że kwalifikowana większość wymagana do zmiany tych warunków podczas spotkania posiadaczy obligacji może nie zostać osiągnięta. Dobrowolna wymiana obligacji, w przeciwieństwie do restrukturyzacji z wykorzystaniem klauzul wspólnego działania, nie zapewniała mechanizmu narzucającego warunki wymiany wszystkim posiadaczom obligacji. Inwestorzy, którzy odmówili udziału w wymianie, nadal mieli prawo do pierwotnych kwot wynikających ze starych obligacji.

W przypadku Pakistanu, inwestorzy, którzy wstrzymali się z wymianą obligacji, mają zbyt małe wierzycielskie, aby mogli destrukcyjnie wpłynąć na transakcję wymiany. Należy jednak wziąć pod uwagę, że w przyszłych restrukturyzacjach, które będą przeprowadzane na zasadzie dobrowolności, inwestorzy niebiorący udziału w wymianie mogą reprezentować wystarczającą część starych wierzycielskich, aby stanowić problemem.

Ukraina

Ukraina dokonała restrukturyzacji zadłużenia w latach 1998–1999, jednak spowodowało to nadmierne obciążenie bilansu płatniczego i nie dawało perspektyw stabilizacji finansowej kraju. W związku z tym, w lutym 2000 r. kraj przedstawił kompleksową ofertę wymiany czterech Euroobligacji oraz obligacji Gazpromu o łącznej wartości 3,35 mld USD na Euroobligacje nowej emisji. Oferta obejmowała płatność gotówkową narosłych odsetek (po zakończeniu wymiany) od starych obligacji, co było główną zachętą dla inwestorów detalicznych. Restrukturyzacja na Ukrainie objęła 99% obligacji starej emisji.

Trzy z restrukturyzowanych obligacji były w posiadaniu stosunkowo małej liczby banków inwestycyjnych i funduszy hedgingowych. Podobnie jak w przypadku Pakistanu Ukraina mogła więc przeprowadzić nieformalne rozmowy dotyczące warunków restrukturyzacji. Posiadaczami czwartego instrumentu byli jednak inwestorzy detaliczni rozproszeni w Azji i Europie. Dlatego władze skorzystały z usług czterech ban-

ków inwestycyjnych do identyfikacji inwestorów indywidualnych i przeprowadzenia wśród nich oferty zamiany.

W przeciwieństwie do Pakistanu Ukraina wykryła klauzule wspólnego działania zawarte w trzech obligacjach wyemitowanych zgodnie z prawem luksemburskim, co pozwoliło na przegłosowanie na spotkaniu wierzycieli warunków restrukturyzacji wiążących wszystkich. Po spotkaniu posiadacze obligacji wzięli udział w wymianie zmodyfikowanych instrumentów na obligacje nowej emisji. Wykorzystanie klauzul wspólnego działania w procesie restrukturyzacji MOP zapobiegało powstrzymaniu się części inwestorów od wymiany. Jeśli nawet niektórzy inwestorzy wstrzymaliby się od udziału w wymianie obligacji, nadal wiązałyby ich warunki płatności zatwierdzone przez kwalifikowaną większość.

Kraje afrykańskie

W lipcu 2000 r. Egipt i Liban oraz w lipcu 2001 r. Katar pod jurysdykcją Nowego Jorku dokonały emisji obligacji, które zawierają klauzule woli większości. W przypadku obligacji Libanu i Kataru zapisy w prospekcie emisyjnym stanowią, że inwestorzy posiadający 75% obligacji będą mogli uzgodnić warunki restrukturyzacji wiążące wszystkich wierzycieli. W przypadku Egiptu próg ten jest wyższy i wynosi 85%. Dodatkowo obligacje wyemitowane przez Egipt oraz Katar zawierają pewien rodzaj klauzuli przyspieszenia spłaty. Zapisy w prospektach emisyjnych stanowią, że inwestorzy posiadający 25% obligacji będących w obrocie mogą przyspieszyć spłatę całej emisji. Co ciekawe, każdy z indywidualnych inwestorów może także żądać wcześniejszej spłaty swoich własnych roszczeń.

Meksyk

W marcu 2003 r. Meksyk dokonał pod jurysdykcją Nowego Jorku emisji obligacji, które zawierają zarówno klauzule woli większości, jak i klauzule egzekwowania. Klauzula woli większości zawarta w obligacji stwierdza, że warunki płatności mogą być zmienione przez posiadaczy 75% obligacji pozostających w obrocie, co jest spójne z obowiązującą praktyką dla obligacji, do których mają zastosowanie przepisy prawa angielskiego. Poza tym obligacja ma klauzulę przyspieszenia spłaty, co pozwala minimum 25% wierzycieli na wezwanie emitenta obligacji do zapłacenia całości kwoty wynikającej z obligacji. Dzięki klauzuli unieważniającej przyspieszenie spłaty kwalifikowana większość posiadaczy obligacji reprezentujących 50% wartości emisji może unieważnić wszczętą wcześniej procedurę przyspieszenia spłaty.

Emisja obligacji Meksyku zawierających klauzule wspólnego działania, będąca niewątpliwie testem dla

¹¹ Prawdopodobnie obligacje były w posiadaniu instytucji finansowych oraz indywidualnych inwestorów ze Środkowego Wschodu.

rynku, zakończyła się sukcesem. Mimo obaw wielu uczestników rynku z analiz krzywej dochodowości MOP nie wynika, by cena emisji obligacji odzwierciedlała dodatkową premię za umieszczenie ww. klauzul. Obrót tymi obligacjami na rynku wtórnym również odbywa się bez uwzględniania przez inwestorów „dodatkowej premii za ryzyko” (jeśli klauzule *de facto* ograniczające prawa inwestorów można określić mianem ryzyka).

Brazylia

Brazylia jest kolejnym krajem, który wyemitował w ostatnim czasie obligacje z klauzulą wspólnego działania. Korzystając ze spadku kosztów zaciągania długu, będącego efektem wzrostu przekonania inwestorów, że Brazylia jest zdolna do regulowania swych długów, kraj ten wyemitował w kwietniu 2003 r. obligacje o wartości 1 mld USD. Wyemitowane obligacje mają klauzule wspólnego działania, które ułatwią rządowi zawarcie umowy z wierzycielami, jeśli zajdzie potrzeba restrukturyzacji długu. Klauzule woli większości umieszczone w prospekcie emisyjnym pozwolą na restrukturyzację długu na warunkach uzgodnionych z wierzycielami posiadającymi 85% wartości emisji.

Kilku innych państwowych emitentów długu, mających rating inwestycyjny, również rozważa umieszczenie klauzul woli większości w swych przyszłych emisjach obligacji rządowych. Argentyna zaznaczyła, że zastanawia się nad zamieszczeniem takich klauzul w instrumentach dłużnych podczas przyszłej restrukturyzacji swego zadłużenia. Miasto Buenos Aires przeprowadziło już restrukturyzację swego zadłużenia zagranicznego – klauzule wspólnego działania zostały umieszczone w całości długu tego miasta, do którego ma zastosowanie prawo angielskie.

Podsumowanie

Realizacja koncepcji SDRM budzi wiele zastrzeżeń i prawdopodobnie będzie ewoluowała w kierunku podejścia kontraktowego – promowania umieszczania klauzul w prospektach emisyjnych. Jej obecny kształt skrytykował podczas kwietniowego spotkania Międzynarodowego Komitetu Monetarnego i Finansowego (*International Monetary and Financial Committee*) John Snow, Sekretarz w Departamencie Skarbu Stanów Zjednoczonych. Jego zdaniem należy jednak prowadzić dalsze prace nad klauzulami wspólnego działania oraz promować ich stosowanie. Problemy pojawiające się w toku restrukturyzacji wynikają ze stosunków oraz zawartych umów między krajem-dłużnikiem a jego wierzycielami. To właśnie zainteresowane strony, a nie instytucje międzynarodowe powinny być odpowiedzialne za ich rozwiązanie. Snow zakończył swą wypowiedź na temat SDRM mocnym sformułowaniem, że

„kontynuacja prac nad SDRM, nie jest ani potrzebna, ani możliwa”.

W kwestii stosowania klauzul w prospektach emisyjnych należy się liczyć z faktem, że ich wprowadzenie i późniejsze egzekwowanie może być utrudnione w niektórych krajach, a także pociągać za sobą konieczność zmian legislacyjnych. Kraje emitujące obligacje są jak dotąd niechętne zamieszczaniu klauzul w swych prospektach emisyjnych. Z jednej strony jest to zrozumiałe, gdyż zawarcie takiej klauzuli mogłoby odstraszyć potencjalnych inwestorów, dla których byłaby sygnałem, że w przyszłości kraj może mieć problemy z regulowaniem swych zobowiązań z tytułu zaciągniętego długu. Jeśli już zgodzą się nabyć taką obligację, mogą żądać podwyższonej premii za ryzyko. Należy jednak podkreślić, że instytucje publiczne powinny działać na rzecz promowania i popierania tego typu rozwiązań oraz eliminacji barier ich wprowadzania.

Akceptacja nowych klauzul w przypadku długu o ratingu inwestycyjnym (przykład Meksyku) nie oznacza, że inwestorzy zrezygnują z dodatkowej premii za umieszczenie takich klauzul w emisjach długu o niższym ratingu. Na podstawie tego pojedynczego przypadku trudno osądzić, czy zaakceptowanie nowych warunków bez wymagania przez inwestorów podwyższonej marży za ryzyko stanowi jednocześnie poparcie dla nowo powstającej praktyki. Z oceną należy poczekać do kolejnych emisji tego typu i wyciągnąć wnioski na podstawie większej próby.

Niewątpliwie nowe podejścia do emisji długu stanowią krok w kierunku usprawnienia technik restrukturyzacji zadłużenia. Inwestorzy aktywni w handlu instrumentami, do których ma zastosowanie prawo Nowego Jorku, z czasem przyzwyczajają się do tych klauzul i staną się mniej niechętni takim zapisom. Ponieważ zdecydowana większość długu z rynków wschodzących jest obecnie emitowana zgodnie z jurysdykcją nowojorską¹², należałoby oczekiwać w efekcie istotnych korzyści z tego podejścia dla gospodarki międzynarodowej i utrzymania globalnej stabilności finansowej.

W tak istotnych kwestiach jak utrzymanie stabilności finansowej, którą można uznać za dobro globalne, szczególnie ważne jest, aby stanowiska prywatnych instytucji oraz organizacji międzynarodowych (tj. MFW, Banku Światowego) nie były ze sobą sprzeczne. Najlepszym wyjściem jest wypracowanie wspólnego podejścia dotyczącego obowiązujących przepisów, norm i sposobów postępowania w procesie restrukturyzacji długów. Rolą instytucji publicznych – zarówno międzynarodowych, jak i krajowych – powinno być wspieranie i propagowanie rozwiązań rynkowych oraz służenie konsultacjami. W kwestii restrukturyzacji zadłużeń

¹² W 2002 r., ponad 50% MOP będących w obrocie rynkowym, wyemitowanych przez kraje z rynków wschodzących, podlegało jurysdykcji Nowego Jorku. Co więcej, około 79% nowej emisji długu tych krajów w 2002 r. również zostało uplasowanych na tym rynku.

nia państwowego powinno nastąpić zbliżenie stanowisk MFW oraz innych instytucji, w tym reprezentujących sektor prywatny, z uwagi na rolę, jaką Fundusz odgrywa na świecie w zapewnianiu stabilności. Zbliżenie to jest konieczne ze względu na zasygnalizowany wcześniej fakt, że w ostatnich latach kraje odchodzą od finansowania się za pomocą pożyczek bankowych na rzecz emitowania długu na rynkach kapitałowych (obligacje), przez co inwestorzy prywatni stają się coraz liczniejsi, anonimowi i trudniejsi do skoordynowania.

Z przedstawionej analizy wynika, że wypracowanie takiego konsensusu jest możliwe, gdyż proponowane koncepcje usprawnienia restrukturyzacji długów

państwowych w wielu punktach są zbieżne, a czasami nawet tożsame. Rozwiązania techniczne każdego z proponowanych podejść mogą się różnić, ponieważ są efektem spojrzenia na problem z różnych perspektyw. Nie przeszkadza to jednak w korzystaniu z dotychczasowych doświadczeń i ewentualnym doskonaleniu istniejących instrumentów prawnych, służących usprawnieniu procesu restrukturyzacji długów. Wszelkie takie prace i dyskusje, mogące służyć przygotowaniu planów postępowania i zwiększeniu koordynacji działań w procesach restrukturyzacji zadłużenia, powinny być kontynuowane, gdyż są niezwykle istotne dla utrzymania stabilności finansowej zarówno na poszczególnych rynkach, jak i w skali globalnej.