

Lidia Mesjasz

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

ROLA SEKTORA OFICJALNEGO W RESTRUKTURYZACJI DŁUGU PAŃSTWOWEGO

1. Wstęp

Restrukturyzacja zadłużenia zagranicznego zyskała na znaczeniu w ostatnich latach w związku z licznymi przypadkami niewypłacalności zarówno dłużników prywatnych, jak i rządów krajów wschodzących rynków. O ile restrukturyzacja długów była znaną w przeszłości praktyką rozwiązywania problemów płatniczych, o tyle obecnie, w związku z integracją rynków finansowych i łatwością przenoszenia się kryzysów zadłużenia z kraju do kraju, stała się niemal powszechną rzeczywistością. Niniejszy artykuł koncentruje się na problemach restrukturyzacji długu państwowego wobec zagranicznych wierzycieli prywatnych oraz na roli sektora oficjalnego w tym obszarze. Podstawowe założenia i problemy restrukturyzacji długu państwowego przedstawiono w drugiej części artykułu.

Prywatni kredytodawcy, nie mając skutecznych sposobów dochodzenia swych należności wobec suwerennych dłużników, prosili o wstawiennictwo swoje rządy. Rządy krajów wierzycielskich w różnym stopniu angażowały się w rozwiązywanie sporów między prywatnymi wierzycielami i ich państwowymi dłużnikami. W XIX wieku czasami rządy interweniowały w krajach dłużniczych, pod presją prywatnych wierzycieli, w celu wymuszenia na dłużniku spłaty długów wobec prywatnych obywateli. Niekiedy ochrona interesów wierzycieli prywatnych była tylko pretekstem, a faktyczną przyczyną interwencji była realizacja imperialnych czy kolonialnych ambicji krajów wierzycielskich (np. inwazja Francji na Meksyk i Wielkiej Brytanii na Egipt czy blokada wenezuelskich portów). W XX wieku rządy zyskały nowy motyw dla interwencji: same stały się kredytodawcami państw obcych, w związku z czym były żywotnie zainteresowane uregulowaniem stosunków finansowych dłużnika z prywatnymi kredytodawcami, bez czego zagrożona mogła być również spłata kredytów oficjalnych.

W ostatnim okresie kolejną przyczyną uzasadniającą włączenie się sektora oficjalnego w restrukturyzację długów państwowych stało się zagrożenie szybkiego

przenoszenia się między krajami kryzysów zadłużenia, w wyniku postępującej integracji światowych rynków finansowych i towarowych. W takich warunkach finansowe oraz geopolityczne konsekwencje kryzysu zadłużenia nie ograniczają się już tylko do pojedynczego kraju czy nawet tylko pojedynczego regionu.

W XIX i XX wieku zmieniały się też metody i środki interwencji sektora oficjalnego, począwszy od presji dyplomatycznej, poprzez odmowę udzielania oficjalnych kredytów handlowych krajom niehonorującym swych długów, aż do groźby sankcji handlowych, a w niektórych przypadkach interwencji zbrojnej. Na ogół jednak bezpośrednie interwencje rządów krajów wierzycielskich w krajach zadłużonych były raczej wyjątkiem niż regułą.

Po II wojnie światowej rola sektora oficjalnego zmieniła się zasadniczo. Po pierwsze, rządy krajów wierzycielskich zrezygnowały z bezpośrednich sankcji i militarnych interwencji przeciwko krajom niesplacającym swych długów. Po drugie, zaczęły wykorzystywać inne metody, które przed wojną nie istniały lub były mniej powszechne, a mianowicie pośrednictwo sądów (dzięki zawężeniu koncepcji immunitetu suwerena) oraz pośrednictwo międzynarodowych instytucji finansowych, zwłaszcza Międzynarodowego Funduszu Walutowego – MFW. W porównaniu z tradycyjną dyplomacją międzyrządową pośrednictwo międzynarodowych instytucji finansowych miało kilka korzyści. Po pierwsze, MFW stanowił polityczny „amortyzator” między krajem zadłużonym a rządami wierzycielskimi. Po drugie, polityka gospodarcza kraju dłużniczego podlegała ocenie funduszu, a ewentualna jej krytyka przybierała formę raczej „rodzinnych” dysput niż nakazowej reprimendy. Po trzecie, kraje mające trudności płatnicze mogły otrzymać nowe pożyczki od MFW pod warunkiem zastosowania określonych środków dostosowawczych w gospodarce.

2. Założenia restrukturyzacji długu państwowego

Restrukturyzacja długu państwowego, podobnie jak innych rodzajów zadłużenia, jest najmniej bolesnym sposobem rozwiązania kryzysu płatniczego i polega na akceptacji przez wystarczającą większość wierzycieli proponowanych warunków restrukturyzacji. Jest ona jednakże o wiele trudniejsza niż restrukturyzacja długów prywatnych. Ta ostatnia opiera się na krajowych przepisach prawa upadłościowego, które ma większość krajów świata. Kodeksy upadłościowe chronią dłużnika oraz jego aktywa przed występowaniem wierzycieli na drogę sądową, przynajmniej przez pewien okres, aby umożliwić sformułowanie i wynegocjowanie planu restrukturyzacji. Po drugie, chronią interesy wierzycieli przed niewłaściwymi zachowaniami dłużnika. Po trzecie, zmuszają mniejszościowych wierzycieli do przyjęcia warunków restrukturyzacji zaakceptowanych i prawnie zatwierdzonych przez większość wierzycieli. Po czwarte, zabezpieczają dłużnika w przypadku braku konsensusu.

Spółeczność międzynarodowa nie zatwierdziła dotychczas podobnych przepisów regulujących wzajemne stosunki finansowe państwowych dłużników i ich

wierzycieli, w tym także zagranicznych wierzycieli prywatnych. Przez ponad 200 lat sektor oficjalny poszukiwał skutecznych mechanizmów restrukturyzacji długu państwowego, łącznie z ostatnią propozycją Mechanizmu Restrukturyzacji Długu Państwowego (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism – SDRM*), opracowaną w MFW w 2001 r. [Krueger, 2002]. Mechanizmy te miały umożliwić osiągnięcie każdego z następujących celów [Buchheit, 2005, s. 334]:

- pozwolić na sprawne zorganizowanie i szybkie sfinalizowanie restrukturyzacji roszczeń prywatnych (i bilateralnych) kredytodawców wobec państw dłużniczych zalegających ze spłatami swych zagranicznych zobowiązań,
- zapewnić zwrot nowych kredytów udzielonych krajowi dłużniczemu przez międzynarodowe instytucje finansowe,
- minimalizować ryzyko wystąpienia finansowej epidemii w innych krajach zadłużonych,
- zachęcać dłużnika do przestrzegania ostrożności fiskalnej, a kredytodawców do rozsądnego udzielania kredytów,
- promować, lub przynajmniej ich nie utrudniać, przepływ kredytów prywatnych do krajów wschodzących rynków oraz
- chronić sektor oficjalny przed ponoszeniem odpowiedzialności za działania nieuczciwych wierzycieli lub państwowych dłużników.

Cele powyższe to trudne wymagania i nie zostały dotychczas osiągnięte.

Brak formalnych regulacji dotyczących restrukturyzacji długu państwowego nie dziwi, jeśli weźmie się pod uwagę specyfikę długu państwowego. Członkami państw są obywatele, a nie udziałowcy. Państwa są zarządzane przez rządy, a nie zarząd czy radę dyrektorów, których władza może w pewnych okolicznościach zostać ograniczona przez prawo lub sąd. Ponadto państwa, w przeciwieństwie do firm prywatnych, nie mogą upaść ani też nie mogą być postawione w stan likwidacji z powodu niespłacenia swych długów. Niemniej jednak, pomimo braku kodeksu upadłościowego w skali międzynarodowej, restrukturyzacje długów państwowych są przeprowadzane, chociaż nie są pozbawione ryzyka i niepewności.

Jednym z największych zagrożeń dla procesu restrukturyzacji długu państwowego jest obecnie blokowanie przez mniejszościowych wierzycieli uzgodnionych przez większość wierzycieli nowych warunków spłaty zadłużenia. Możliwość taka istnieje zwłaszcza, jeśli przedmiotem restrukturyzacji są obligacje emitowane pod jurysdykcją nowojorską, na ogół nie zawierające klauzul woli większości (*majority restructuring provisions*). Wydłuża to proces negocjacji, a czasami w ogóle uniemożliwia pomyślne ich zakończenie.

3. Rola sektora oficjalnego w dochodzeniu roszczeń przez prywatnych wierzycieli

Brak kodeksu upadłościowego dla przeprowadzania restrukturyzacji długów państwowych nie oznacza, że wierzyciele prywatni i ich suwerenni dłużnicy działają w próżni prawnej, czego dowiodła historia.

Na przestrzeni XIX i XX w. wykształciły się różne metody interwencji sektora oficjalnego w odzyskiwanie prywatnych roszczeń od państwowych dłużników. Z tego punktu widzenia okres ostatnich dwustu lat można podzielić na trzy pod-okresy:

- „dyplomacja kanonierek”,
- pośrednictwo sądów,
- pośrednictwo MFW.

„Dyplomacja kanonierek”

Do II wojny światowej prywatni wierzyciele udzielający kredytów zagranicznemu państwu nie mogli opierać się na prawie kontraktów w dochodzeniu swych należności w zagranicznych sądach. Obowiązująca w tym okresie doktryna „absolutnego immunitetu suwerena” (*absolute sovereign immunity*) chroniła państwa oraz ich własność przed powództwem prywatnym i egzekucją w zagranicznych sądach. Wierzyciele prywatni mogli jedynie liczyć na pomoc swoich rządów.

Podstawy prawne do ewentualnej interwencji państwa w obronie swych obywateli źle traktowanych za granicą dawało międzynarodowe prawo publiczne. Niehonorowanie długów prywatnych obywateli przez zagraniczne rządy było uważane za przykład złego traktowania i oznaczało naruszenie prawa międzynarodowego, co z kolei umożliwiało państwu, według jego uznania, odwołanie się do doktryny „ochrony dyplomatycznej” (*diplomatic protection*) i domaganie się zwrotu roszczeń prywatnych w imieniu własnym [Borchard, 2000, s. 229-231]. Aby państwo mogło zastosować ochronę dyplomatyczną, musiały być spełnione określone warunki, w tym wykorzystane wszystkie wewnętrzne kanały apelacji w kraju dłużniczym przez prywatnych wierzycieli. Jeśli ostatecznie państwo uznało, że są podstawy odwołania się do doktryny ochrony dyplomatycznej, mogło wykorzystać wszystkie środki oferowane przez prawo międzynarodowe, łącznie z użyciem siły (tzw. dyplomacja kanonierek – *gunboat diplomacy*). Natomiast prywatni obywatele nie mieli żadnych prawnych możliwości wymuszania na rządzie zastosowania ochrony dyplomatycznej.

W praktyce interwencje rządów wierzycielskich wobec państw dłużniczych niehonorujących swych zobowiązań były rzadkie. Ch. Lipson, charakteryzując okres 1870-1914, podkreśla, że rząd Wielkiej Brytanii zazwyczaj niechętnie podejmował interwencje w imieniu inwestorów prywatnych, inwestujących za granicą z myślą osiągnięcia wyższych zysków, traktując ich trudności z odzyskaniem wierzytelności jako konsekwencję nieostrożnego inwestowania [Lipson, 1989, s. 189-226]. B. Eichengreen i R. Portes zauważyli podobną prawidłowość w okresie międzywojennym [Eichengreen, Portes, 1989, s. 12-47]. W kilku przypadkach rządy wierzycielskie interweniowały bardziej aktywnie, wspierając prywatnych wierzycieli przy użyciu rozmaitych środków, począwszy od presji dyplomatycznej, poprzez wstrzymywanie oficjalnych kredytów handlowych, aż do groźby sankcji handlowych i, w rzadkich przypadkach, interwencji militarnej.

Presja dyplomatyczna była na przykład stosowana wobec kilku krajów Ameryki Środkowej w latach 70. XIX wieku. Interwencje militarne miały miejsce w 1863 r. w Meksyku ze strony Francji, oraz w 1882 r. w Egipcie ze strony Wielkiej Brytanii. Najbardziej znanym przykładem użycia siły militarnej była blokada wybrzeża Wenezueli w latach 1902-1903 przez marynarkę wojenną Niemiec, Wielkiej Brytanii i Włoch oraz zagrożenie okupacją jej terytorium w przypadku niezaspokojenia roszczeń prywatnych posiadaczy obligacji. Amerykańska marynarka wojenna została wysłana do Republiki Dominikany w 1905 r. oraz do Nikaragui w 1911 r. w celu przejęcia wpływów z cel w odpowiedzi na ogłoszenie niewypłacalności przez rządy tych krajów.

Interwencja zbrojna w Wenezueli wywołała sprzeciw ministra spraw zagranicznych Argentyny – Luisa Drago, który stwierdził, że ponieważ prywatni kredytodawcy nie mają prawnych możliwości dochodzenia swych należności od suwerennych dłużników, użycie siły zbrojnej wobec suwerennego dłużnika lub okupacja jego terytorium przez rząd innego kraju w celu odzyskania roszczeń prywatnych wierzycieli powinny być zakazane (tzw. doktryna Drago). Doktryna Drago nie uzyskała formalnej aprobaty rządu USA, choć była popierana przez delegację amerykańską na Konferencji Pokojowej w Hadze w 1907 r. Jednak zmobilizowała środowisko naukowe prawników do argumentowania na korzyść ograniczenia użycia siły w celu odzyskania prywatnych wierzytelności [Cruz, 2005, s. 317-332].

O ile przedstawione przykłady są ilustracją oficjalnej interwencji w obronie praw prywatnych wierzycieli, o tyle wymuszanie spłaty długów często nie było głównym motywem wielu z tych interwencji. Ambicje kolonialne i imperialne odegrały oczywistą rolę w inwazji Francji na Meksyk i Wielkiej Brytanii na Egipt. Z kolei blokada wenezuelskich portów była częściowo wynikiem konfliktu o granicę pomiędzy Wenezuelą a Gujaną Brytyjską, a częściowo roszczeń z tytułu szkód poniesionych w wyniku wojny domowej w Wenezueli [Tomz, 2007].

Sektor prywatny pozytywnie oceniał interwencje sektora oficjalnego, o ile ich efektem było wznowienie honorowania długów przez zagraniczne rządy. Jeśli natomiast rządy wierzycielskie wyrażały empatię dla rządów dłużniczych, nie będących w stanie spłacać swych zagranicznych długów, sektor prywatny uważał ją za niepożądane wtrącanie się w transakcje komercyjne.

Z czasem sektor oficjalny próbował pozbyć się odpowiedzialności za roszczenia prywatnych wierzycieli wobec państwowych dłużników. Dlatego m.in. administracje krajów wierzycielskich popierały ideę tworzenia komitetów przedstawicieli prywatnych posiadaczy obligacji, które negocjowałyby warunki restrukturyzacji długów z państwami dłużniczymi oraz udzielały tym komitetom administracyjnego wsparcia. Takie instytucje powstały w Wielkiej Brytanii w 1868 r. – Korporacja Zagranicznych Posiadaczy Obligacji (Corporation of Foreign Bondholders – CFB), oraz w USA w 1933 r. – Komitet Ochrony Zagranicznych Posiadaczy Obligacji (Foreign Bondholders Protective Council – FBPC) [Eichengreen, Portes, 1995, s. 19-23].

Pośrednictwo sądów

Presja dyplomatyczna, bez której prywatni wierzyciele nie mieli żadnych innych skutecznych sposobów dochodzenia swych roszczeń wobec suwerennych dłużników, była stosowana do ok. połowy wieku XX. W latach 50. XX wieku główne kraje wierzycielskie uznały, że doktryna absolutnego immunitetu suwerena jest przestarzała. Stwierdzono, że skoro państwo jest uczestnikiem transakcji komercyjnych poza swoimi granicami, to powinno za nie odpowiadać przed zagranicznymi sądami. Innymi słowy, zaakceptowano teorię „ograniczonego” immunitetu suwerena (*restrictive theory of sovereign immunity*), która odpowiedzialnością za rozpatrywanie roszczeń prywatnych wierzycieli wobec państw obcych obarczyła sądy, uwalniając od niej dyplomatów¹. Od tej pory w kwestii immunitetu suwerena decydował sąd.

W USA teoria ograniczonego immunitetu suwerena została po raz pierwszy formalnie uznana za politykę Departamentu Stanu w 1952 r., a w roku 1976 teoria ta została skodyfikowana przez przyjęcie Ustawy o immunitecie zagranicznego suwerena (Foreign Sovereign Immunities Act – FSIA). Dwa lata później Wielka Brytania uchwaliła podobną Ustawę o immunitecie państwa (State Immunities Act – SIA). Wraz z uchwaleniem tych ustaw zdolność państw dłużniczych do odwoływania się do immunitetu suwerena w przypadku roszczeń podmiotów prywatnych została w poważnym stopniu ograniczona. Wspomniane ustawy stworzyły podstawy dla nowego podejścia do restrukturyzacji długu państwowego.

Uchwalając przepisy o immunitecie suwerena, sektor oficjalny sądził, że na zawsze przerzucił odpowiedzialność za ochronę interesów prywatnych wierzycieli na sądy. Wkrótce jednak okazało się, że się mylił. W sześć lat po uchwaleniu FSIA, w sierpniu 1982 r., moratorium na spłatę długów wobec banków komercyjnych ogłosił Meksyk, a w ślad za nim inne poważnie zadłużone kraje rozwijające się. Kryzys zadłużeniowy ogarnął swym zasięgiem kilkadziesiąt krajów świata i trwał przez całą następną dekadę. Od samego początku sektor oficjalny (tym razem zarówno rządy wierzycielskie, jak i międzynarodowe instytucje finansowe, których były one członkami) został włączony w proces rozwiązywania kryzysu². Nie miał właściwie innego wyboru, ponieważ banki komercyjne, które pożyczyły miliardy dolarów państwom rozwijającym się, stanowiły znaczną część systemów finansowych krajów wierzycielskich. Większość z tych banków korzystała ponadto ze sponsorowanych przez rządy programów ubezpieczeń depozytów. Gdyby kryzys zadłużenia wymknął się spod kontroli, krajowym systemom finansowym krajów wierzycielskich groziłby upadek.

¹ Główną przyczyną zmiany doktryny immunitetu suwerena z absolutnej na ograniczoną, poza wieloma innymi czynnikami, był wzrost roli agencji państwowych w handlu międzynarodowym po II wojnie światowej, a nie dążenie rządów wierzycielskich do włączenia się ich sądów w rozwiązywanie problemów płatniczych państw dłużniczych.

² Na temat roli rządu USA w negocjacjach w sprawie restrukturyzacji długów w latach 80. XX wieku pisze: L.C. Buchheit [1990].

Były też geopolityczne przyczyny zaangażowania się sektora oficjalnego w rozwiązywanie międzynarodowego kryzysu zadłużeniowego. Meksyk na przykład nie tylko był największym partnerem handlowym USA, ale z liczbą 70 milionów obywateli dzielił granicę ze Stanami Zjednoczonymi. USA nie mogły nie brać pod uwagę konsekwencji niestabilności ekonomicznej, społecznej i politycznej, która mogła być realna w przypadku nierozwiązania kryzysu zadłużenia w tym kraju.

Sektor oficjalny wywierał presję na banki komercyjne, aby te odraczały spłaty długów, refinansowały płatności odsetkowe oraz udzielały nowych kredytów na spłatę starych długów. Dłużnicy z kolei byli naciskami, aby kontynuowali obsługę długu choć w ograniczonym wymiarze nominalnym, gdyż w przeciwnym razie mogą zostać odcięci od pożyczek międzynarodowych instytucji finansowych.

Silne zaangażowanie się sektora oficjalnego w rozwiązywanie międzynarodowego kryzysu zadłużenia lat 80. nie miało na celu zastąpienia środków prawnych, jakie wierzycielom dawała ustawa FSIA i inne podobne akty prawne uchwalone przez inne kraje. Wierzyciele prywatni zawsze mogli wystąpić na drogę sądową, ale na ogół tego unikali. Przedstawiciele sektora oficjalnego zniechęcali ich do tego typu działań, argumentując, że w ten sposób mogą odzyskać tylko niewielką część roszczeń, a jedynym skutecznym sposobem ich odzyskania jest wynegocjowanie restrukturyzacji długu z dłużnikiem. Z drugiej strony sektor oficjalny był przekonany, że dostępność środków prawnych spełniała ważną funkcję ostrzegawczą dla dłużnika: jakkolwiek uciążliwe mogły być negocjacje z wierzycielami, to alternatywne rozwiązania były znacznie gorsze. W rezultacie banki komercyjne w latach 80. i na początku lat 90. praktycznie zaniechały wstępowania na drogę sądową przeciwko państwowym dłużnikom. Taka postawa banków z kolei pozostawiła wątpliwości, czy środki prawne będą w przyszłości skutecznym sposobem dochodzenia prywatnych należności w sądach krajowych, jeśli zawiodą bardziej kooperatywne techniki restrukturyzacji długu.

Ogłoszenie przez Argentynę w 2001 r. niewypłacalności w odniesieniu do ok. 100 mld dolarów długu obligacyjnego rozwiało te wątpliwości. Argentyna nie zaoferowała swoim wierzycielom propozycji restrukturyzacji zobowiązań przez następne trzy lata, w którym to czasie tysiące pozwów zostało skierowanych przeciwko niej do sądów. Niektóre z nich zakończyły się wydaniem orzeczeń przez sądy, ale zaledwie kilka skutkowało odzyskaniem długów przez wierzycieli. W świetle tego doświadczenia można stwierdzić, że rynki obecnie zdają się wierzyć w to, iż same tylko środki prawne nie są skutecznym sposobem odzyskania roszczeń, zwłaszcza jeśli skala niewypłacalności jest duża lub zaległości płatnicze utrzymują się przez dłuższy czas.

Kryzysy finansowe lat 90., w tym kryzys walutowy w Meksyku w latach 1994-1995 oraz kryzys zadłużenia w Azji w 1997 r., skłoniły sektor oficjalny do poświęcenia wielu wysiłków, aby usprawnić proces rozwiązywania problemów płatniczych państw [Rieffel, 2003, s. 220-259]. Najważniejszym sukcesem osiągnię-

tym w tym obszarze jest włączenie od początku 2003 r. do międzynarodowych umów obligacji pożyczek państwowych emitowanych pod jurysdykcją nowojorską klauzul wspólnego działania (*collective action clausem* – CACs). Sektor oficjalny zachęca do ich wprowadzenia w swoim własnym interesie. Przesłanki są następujące: jeśli prywatni pożyczkodawcy oraz ich suwerenni dłużnicy opracują instrumenty kontraktowe, które umożliwią przyspieszenie procesu restrukturyzacji zadłużenia, to będzie mniej okazji do interwencji sektora oficjalnego, a tym samym mniej okazji do krytyki jego polityki. Techniki restrukturyzacji długu oparte na mechanizmie rynkowym są postrzegane jako alternatywa dla stosowanych na szeroką skalę w latach 90. akcji wykupu wierzytelności prywatnych przez sektor oficjalny (*bailout*). Te ostatnie spotkały się z powszechną krytyką za wywoływanie zjawiska pokusy nadużycia (*moral hazard*). Dotychczasowa praktyka wskazuje, że mechanizmy kontraktowe zyskały poparcie zarówno wierzycieli, jak i dłużników.

Pośrednictwo MFW

Najbardziej istotna zmiana roli sektora oficjalnego w procesie rozwiązywania problemów płatniczych państwowych dłużników nastąpiła wskutek ewoluującej funkcji Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Od momentu wybuchu kryzysu zadłużenia w Meksyku w 1982 r. MFW pełnił wielorakie funkcje w procesach restrukturyzacji długu państwowego. Na początku lat 80. odgrywał rolę swoistego mistrza ceremonii, rozdzielając zadania między wszystkie zainteresowane strony negocjacji restrukturyzacyjnych – dłużnika, wierzycieli prywatnych i wierzycieli rządowych. Ponadto fundusz miał istotny wpływ na warunki restrukturyzacji długu oraz skrócenie czasu trwania negocjacji. W tym celu wykorzystywał dwa instrumenty: wsparcie płynnościowe oraz programy dostosowawcze.

Po pierwsze, fundusz udzielał wsparcia płynnościowego krajom mającym tymczasowe trudności płatnicze, co pozwalało im kontynuować obsługę długu, a tym samym uniknąć natychmiastowego ogłoszenia niewypłacalności. Koncepcja wsparcia płynnościowego nie jest nowa, zmieniały się jednak podmioty dostarczające tego typu pożyczek, jak i ich warunki³. W wieku XIX i w okresie międzywojennym pożyczki płynnościowe były udostępniane przez prywatne banki inwestycyjne na warunkach komercyjnych, a czasami przez banki centralne Anglii i Francji oraz Bank Rozrachunków Międzynarodowych [Eichengreen, Portes, 1986, s. 599-640; Eichengreen, Portes, 1989, s. 12-47; Flandreau, 2003]. W latach 80. XX wieku rolę wsparcia płynnościowego odgrywał MFW oraz syndykaty banków komercyjnych dostarczające nowych pożyczek krajom negocjującym warunki restrukturyzacji długu. Podstawowa różnica między pożyczkami płynnościowymi funduszu a tymi udzielanymi przez podmioty prywatne polegała na tym, że pożyczki funduszu zawsze były uwarunkowane prowadzeniem uzgodnionej z MFW

³ Przegląd historii pożyczek płynnościowych zawiera praca: M.D. Bordo, A.J. Schwartz [1999, s. 683-708].

polityki dostosowawczej oraz miały niższe oprocentowanie [Zettelmeyer, Joshi, 2005].

Po drugie, programy dostosowawcze MFW, uzgodnione z krajami mającymi trudności płatnicze, były instrumentem zobowiązującym je do podjęcia koniecznych zmian w gospodarce umożliwiających odzyskanie wypłacalności. W konsekwencji zmniejszały niepewność związaną z negocjowaniem warunków spłaty długu oraz były pomocne w określeniu wielkości zasobów dostępnych dla zawarcia porozumienia z wierzycielami. MFW był regularnie obecny w czasie negocjowania warunków restrukturyzacji długu z bankami komercyjnymi w latach 80., prezentując średnioterminowe prognozy bilansu płatniczego dłużnika jako punkt wyjścia dla oszacowania przez wierzycieli rzeczywistej zdolności płatniczej kraju zadłużonego [Rieffel, 2003].

Uwarunkowanie kredytów MFW stanowi istotną zmianę w stosunku do wcześniejszych metod wywierania presji na dłużnika niehonorującego swoich zobowiązań. Jest to niewątpliwie instrument mniej inwazyjny w porównaniu z metodami stosowanymi w XIX wieku przez najważniejsze kraje wierzycielskie (odpowiednik obecnej grupy G-7), łącznie z przejmowaniem kontroli nad finansami publicznymi kraju zadłużonego.

Rola MFW podczas kryzysu zadłużeniowego lat 80. była ostro krytykowana. Po pierwsze, fundusz, a szerzej sektor oficjalny, był oskarżany o przyczynianie się do wydłużania okresu rozwiązywania kryzysu, zarówno przez podpisywanie krótkoterminowych, „kosmetycznych” porozumień, nierozwiązujących problemu transferu zasobów do krajów dłużniczych w pierwszej połowie lat 80., jak i przez milczące stwarzanie nadziei wierzycielom prywatnym na wykup (*bailout*) ich roszczeń przez sektor publiczny [Bullock, Rogoff, 1988, s. 644-657].

Po drugie, MFW był oskarżany o pełnienie funkcji „inkasenta” w imieniu banków”. Podstawą tej krytyki była polityka pożyczkowa funduszu polegająca na nieudzielaniu pożyczek krajom zalegającym ze spłatami kredytów wobec innych kredytodawców (*lending into arrears policy*). Funduszowi polityka ta pozwalała nadzorować strategię zarządzania długiem w kraju zadłużonym, a nawet wpływać na nią. Wierzycielom natomiast ułatwiała podjęcie decyzji o odcięciu niewiarygodnego dłużnika od dostępu do nowych kredytów, a także wzmacniała ich siłę przetargową w negocjacjach z dłużnikiem dotyczących warunków restrukturyzacji długu. W odpowiedzi na tę krytykę MFW w 1989 r. zmienił swoją politykę pożyczkową, wprowadzając zasadę „negocjacji w dobrej wierze” (*good faith negotiation*). Zgodnie z tą zasadą udzielenie przez fundusz krajowi dłużniczemu, posiadającemu zaległości płatnicze, nowych kredytów jest uzależnione od tego, czy prowadzi on „negocjacje w dobrej wierze” z wierzycielami. Oczywiście termin „negocjacje w dobrej wierze” jest niejednoznaczny i wielce dyskusyjny (por. [IMF Policy..., 2002, s. 6]).

W ostatnich latach MFW był z kolei oskarżany o działanie na szkodę interesów wierzycieli i, szerzej, międzynarodowego rynku obligacji państwowych z powodu

popierania jednostronnych ofert wymiany obligacji oraz zachęcania do udzielania pożyczek nawet krajom buntowniczo nastawionym w stosunku do wierzycieli [Rieffel, 2003]. Fundusz bronił się, argumentując, że jego wsparcie dla krajów zadłużonych przynosi korzyści obu stronom, ponieważ poprawia się zdolność dłużnika do obsługi długu.

Przeprowadzane w ostatnich okresie restrukturyzacje międzynarodowych pożyczek obligacji państwowych pokazały, że część prywatnych wierzycieli błędnie rozumie rolę MFW. Kiedy kraj zadłużony negocjuje program dostosowawczy z funduszem (będący warunkiem dostępu do większości rodzajów pożyczek MFW), fundusz prognozuje zdolność dłużnika do przyszłej obsługi długu, określając wielkości kwot, jakie kraj może poświęcić na obsługę zadłużenia wobec wszystkich klas wierzycieli. Z tej prognozowanej kwoty obsługi długu odejmowane są środki potrzebne na obsługę kredytów, które nie podlegają restrukturyzacji (np. wobec MFW i innych międzynarodowych instytucji finansowych). Kwota, która zostaje, stanowi tzw. finansowy kod genetyczny długu, który następnie jest przedmiotem negocjacji restrukturyzacyjnych z wierzycielami prywatnymi i rządowymi. Kraj zadłużony nie może zgodzić się na spłaty długu większe niż prognozowane przez MFW (chyba że podniesie podatki), gdyż zagraża to wykonaniu postanowień porozumienia z funduszem. Wielu prywatnych kredytodawców do dziś wydaje się nie uświadamiać sobie tej specyfiki restrukturyzacji długu państwowego. Gdy już się to stanie, z pewnością stosunek prywatnych wierzycieli do sektora oficjalnego będzie jeszcze mniej przychylny niż obecnie.

4. Podsumowanie

Prawie przez dwieście lat sektor oficjalny próbował się zdystansować od ponoszenia odpowiedzialności za losy prywatnych pożyczek udzielanych zagranicznym rządów. Ostatnia taka próba została podjęta w 2001 r., kiedy Zarząd MFW ogłosił formalną koncepcję Mechanizmu Restrukturyzacji Długu Państwowego, która miała tworzyć niezależne ramy prawne dla rozwiązywania problemów spłaty długu państwowego na wzór międzynarodowego kodeksu upadłościowego. Celem SDRM było osiągnięcie tego, czego nie udało się osiągnąć przez ostatnie dwieście lat dyplomatom, kapitanom marynarki wojennej, administratorom i sędziom. Chodziło o stworzenie efektywnego mechanizmu, dzięki któremu sektor oficjalny mógłby zachęcać sektor prywatny do szerszego włączenia się w restrukturyzację roszczeń wobec państwowych dłużników, bez ponoszenia moralnej, politycznej i finansowej odpowiedzialności za te restrukturyzacje.

Koncepcja SDRM z różnych przyczyn nie została zaakceptowana przez rynki prywatne ani przez społeczność międzynarodową (szerzej [Krueger, Hagan, 2005]). Zadziwiające jest to, iż rynki prywatne obawiały się głównie tego, że SDRM stanie się bardziej efektywnym instrumentem realizacji geopolitycznych interesów krajów grupy G-7 w rękach kredytodawców prywatnych. Można jednak-

że wskazać przekonujące argumenty, że właśnie tego SDRM zamierzał uniknąć. SDRM był próbą ustanowienia opartego na regulach mechanizmu restrukturyzacji długów państwowych, przy minimalnej interwencji sektora oficjalnego. Zaleta koncepcji SDRM polegała właśnie na tym, że ujmując restrukturyzację długów w ramy instytucjonalne, sektor oficjalny mógł uniknąć bezlitosnej presji i krytyki, jakiej był poddawany przez przeszło dwieście lat, za rolę, jaką odgrywał w procesach restrukturyzacji długu państwowego.

Oferta wymiany długu obligacyjnego zaproponowana przez Argentynę jej wierzycielom w styczniu 2005 r. jasno demonstruje trudną sytuację sektora oficjalnego w tej sprawie. Przez trzy lata poprzedzające ogłoszenie tej propozycji, kiedy Argentyna nie spłacała swych zobowiązań z tytułu obligacji wartych ok. 100 mld dolarów, sektor oficjalny (głównie rząd USA i MFW) dystansował się od tej kwestii. Ani otwarcie nie popierał, ani nie krytykował argentyńskiego podejścia do restrukturyzacji długu. W przeciwieństwie do wcześniejszych przypadków restrukturyzacji długów państwowych sektor oficjalny tym razem zrezygnował z pełnienia swej tradycyjnej funkcji sędziego i „poganiacza”.

Niektórzy wierzyciele negatywnie oceniają postawę rezygnacji sektora oficjalnego z funkcji ochrony rynków finansowych. Inni komentatorzy pochwalają nową politykę powstrzymywania się, wskazując na przypadek Argentyny, który dowodzi, że „dłużnicy i wierzyciele mogą we własnym zakresie wypracować warunki restrukturyzacji długu”. Doświadczenia historyczne pokazały, że sektor oficjalny nie mógł nie ingerować w proces restrukturyzacji długu państwowego, niechętnie brał na siebie odpowiedzialność oraz okazał się niezdolny do wypracowania zadowalającego kompromisu pomiędzy tymi dwiema postawami. W związku z tym można oczekiwać, że rola sektora oficjalnego w przyszłych restrukturyzacjach długu państwowego będzie miała charakter doraźny i pozostanie w dużym stopniu nieprzewidywalna.

Literatura

- Borchard E., *State Insolvency and Foreign Bondholders*, vol. 1, Beard Books, Washington D.C. 2000.
- Bordo M.D., Schwartz A.J., *Under What Circumstances, Past and Present, Have International Rescues of Countries in Financial Distress Been Successful?*, „Journal of International Money and Finance” 1999 vol. 18.
- Buchheit L.C., *Sovereign Debt: Change of Hat*, „International Financial Law Review”, June 1990 vol. 9.
- Buchheit L.C., *The Role of the Official Sector in Sovereign Debt Workouts*, „Chicago Journal of International Law”, Summer 2005 vol. 6 no. 1.
- Bulow J., Rogoff K., *Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt: A Bargaining-theoretic Framework*, „IMF Staff Paper”, December 1988 no. 35.

- Cruz A., *Sovereign Debt Restructuring*, [w:] *Cross-Border Debt Restructuring. Innovative Approaches for Creditors, Corporates and Sovereigns*, red. C. Buljevich, Euromoney Books, London 2005.
- Eichengreen B., Portes R., *Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences*, „European Economic Review” 1986 vol. 30.
- Eichengreen B., Portes R., *After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment during the Interwar Years*, [w:] *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, red. B. Eichengreen, Lindert P.H., The MIT Press, Cambridge, MA 1989.
- Eichengreen B., Portes R. i in., *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, London 1995.
- Flandreau M., *Crises and Punishment: Moral Hazard and the Pre-1914 International Financial Architecture*, „CEPR Discussion Paper” 2003 no. 3742.
- IMF *Policy on Lending into Arrears to Private Creditors – Further Consideration of Good Faith Criterion*, IMF, 30 July 2002 (www.imf.org).
- Krueger A.O., *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF, Washington, D.C. 2002.
- Krueger A.O., Hagan S., *Sovereign Workouts: An IMF Perspective*, „Chicago Journal of International Law”, Summer 2005 vol. 6 no. 1.
- Lipson Ch., *International Debt and National Security: Comparing Victorian Britain and Postwar America*, [w:] *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, red. B. Eichengreen, P.H. Lindert, The MIT Press, Cambridge, MA 1989.
- Rieffel L., *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Brookings Institution Press, Washington, D.C. 2003.
- Tomz M., *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt Across Three Centuries*, Princeton University Press, Princeton, NJ. 2007.
- Zettelmeyer J., Joshi P., *Implicit Transfers in IMF Lending, 1973-2003*, „IMF Working Paper” 2005 no. 8.

ROLE OF THE OFFICIAL SECTOR IN SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING

Summary

The history of sovereign debt restructuring shows that for nearly last two centuries official sector has tried to distance itself from direct responsibility for the recovery of private loans to sovereign debtors, by pushing it onto the judiciary or the multilateral financial institutions, especially the IMF. The latest effort came in 2002 when the management of the IMF proposed a formal Sovereign Debt Restructuring Mechanism that would have established an independent framework for handling future sovereign debt problems along the lines of a transnational bankruptcy code. The SDRM was intended to accomplish what the diplomats, gunboat captains, administrators, and judges of the last two hundred years failed to achieve: an effective method by which the official sector could encourage orderly workouts of private sector claims against distressed sovereigns without shouldering the full moral, political, and financial responsibility for these workouts. For many reasons the SDRM proposal did not prosper.

Thus, unable to let go, unwilling to take charge, and historically incapable of striking a happy compromise between the two, the official sector's role in future debt restructurings will remain ad hoc and unpredictable.