

Innowacyjne techniki redukcji zadłużenia zagranicznego

Sylwia Pangsy-Kania, adiunkt

Uniwersytet Gdański, Wydział Ekonomiczny, Instytut Handlu Zagranicznego, Zakład Międzynarodowych Stosunków Ekonomicznych

1. Problem obsługi zagranicznych długów

Kredyty zagraniczne mogą się przyczyniać do przyspieszenia wzrostu gospodarczego danego kraju. Jednakże nierespektowanie zasady, że wraz z sięganiem po zagraniczną pomoc kredytową powinny być tworzone w gospodarce zdolności produkcyjne umożliwiające opłacalny eksport (niezbędny do zapewnienia obsługi zaciągniętych wcześniej długów zagranicznych), przyczynić się może do problemów związanych z płynnością finansową, a nawet kryzysu zadłużeniowego. W takiej sytuacji niezbędne jest poszukiwanie sposobów wyjścia z impasu. Oprócz tradycyjnych metod rozwiązywania problemu zadłużeniowego istnieją także, dzięki innowacyjności rynku finansowego, nowe techniki redukcji zagranicznych długów.

Z punktu widzenia oddziaływania kredytów zagranicznych na gospodarkę danego kraju można wyróżnić dwa etapy. W pierwszym etapie kredyty uzyskane za granicą znajdują zastosowanie w gospodarce przez dodatkowy import. Korzystna sytuacja występuje w przypadku przeznaczenia dużej części środków z importu na inwestycje lub poprawę zaopatrzenia produkcyjnego, co w efekcie prowadzi do przyspieszenia tempa wzrostu dochodu narodowego ponad wewnętrzne możliwości kraju. Drugi etap wiąże się z koniecznością spłaty zaciągniętych wcześniej kredytów wraz z oprocentowaniem, co stanowi obciążenie dla gospodarki. Jeśli kredyty zagraniczne nie zostały wykorzystane w sposób efektywny, gospodarka kraju napotyka trudności związane ze znalezieniem dostatecznej ilości środków na ich spłatę. Konieczność obsługi, powstałego na podstawie zaciągniętych za granicą kredytów, zadłużenia staje się barierą wzrostu gospodarczego. Sięganie po zewnętrzne źródła finansowania w celu przyspieszenia wzrostu gospodarczego i modernizacji aparatu wytwórczego może się skończyć wystąpieniem napięć w bilansie płatniczym, które wpływają hamująco na możliwości rozwoju gospodarki. Realne jest w takiej sytuacji niebezpieczeństwo pułapki zadłużenia. Istotne jest, aby niemożność obsługi zadłużenia, czyli obsługa odsetek i rat kapitałowych (spłata rat kapitałowych ma znaczenie wtórne, podstawowym zadaniem zadłużonego kraju jest obsługa odsetek), nie podważyła zdolności do zadłużania się¹. Problem zadłu-

¹ Por.: T. Lutoborski, *Możliwości obsługi zadłużenia dewizowego w świetle umowy o redukcji długu*, „Handel Zagraniczny” 1991 nr 10.

żenia zagranicznego dotyczy nie tylko kredytobiorców, ale również kredytodawców, którzy dążą do odzyskania swych wierzytelności. Generalną zasadą rozwiązania problemu zadłużeniowego powinna być minimalizacja kosztów obsługi przez redukcję długu i rozłożenie spłat w czasie, tak aby minimalizacja obciążeń bieżących nie odbywała się kosztem narastania zobowiązań przekraczających przyszłe możliwości zadłużonego kraju².

Nadmierne zadłużenie zagraniczne — i w konsekwencji problemy z jego obsługą — podważają wiarygodność zadłużonego kraju, co prowadzi do obniżenia się jego pozycji na rynku międzynarodowym. W celu zniwelowania zagrożeń związanych z kryzysem zadłużeniowym zaczęły się pojawiać propozycje jego łagodzenia lub pokonania. Liczba tych propozycji przekroczyła 100 — różniły się one rozłożeniem kosztów wychodzenia z kryzysu między wierzycieli a dłużników oraz listą adresatów³.

2. Metody rozwiązania problemu zadłużenia zagranicznego

W ujęciu czysto rachunkowym zmniejszanie zadłużenia zewnętrznego jest możliwe w warunkach utrzymywania przez dłużnika, przez dłuższy czas, nadwyżki bilansu obrotów bieżących. Zapobiega to kumulowaniu się niespłaconych odsetek oraz pozwala na przeznaczenie środków pochodzących z tej nadwyżki na spłatę rat kredytowych i zmniejszenie tym samym wielkości długu. Dla kraju chcącego zmniejszyć wielkość swego zadłużenia podstawowe znaczenie ma uzyskanie nadwyżki eksportu oraz orientacja na szeroki udział w międzynarodowym podziale pracy. Osiągnięcie i utrzymanie przez jakiś czas nadwyżki bilansu obrotów bieżących nie wystarcza jednak do zmniejszenia wielkości zadłużenia, albowiem wraz z kumulacją długu oraz wzrostem jego wielkości w stosunku do potencjału gospodarki i jej możliwości eksportowych szansa obniżenia wielkości długu zależy w coraz większym stopniu od kształtowania się warunków zewnętrznych (np. poziom stopy procentowej).

Teoretycznie problem zadłużenia zewnętrznego może być rozwiązany następującymi sposobami:

- terminową spłatą odsetek i rat kredytowych (w sytuacji, gdy możliwe jest wygospodarowanie koniecznej nadwyżki finansowej) — w tym przypadku problem z obsługą długów nie występuje;
- ogłoszeniem niewypłacalności (repudiacją);
- restrukturyzacją zadłużenia.

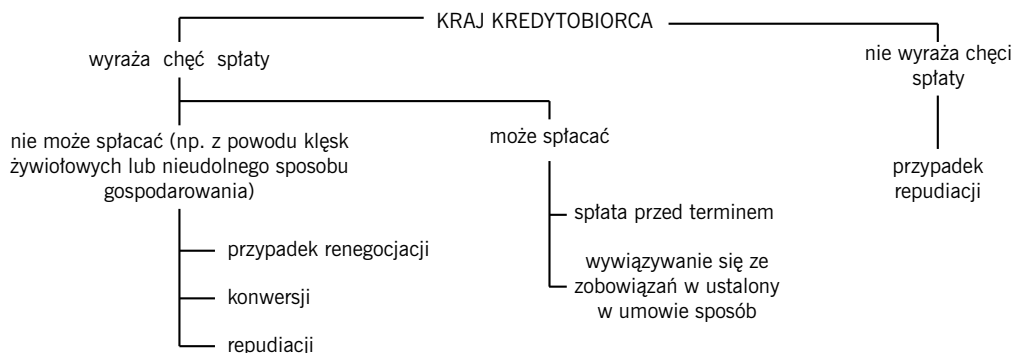
2.1. Niewypłacalność

Tracąc zdolność płatniczą, kraj może przerwać kontynuowanie obsługi długów i ogłosić niewypłacalność. Decydując się na ogłoszenie niewypłacalności, dłużnik musi sobie zdawać sprawę z konsekwencji (kosztów) takiego wyboru,

² Por.: B. Sulimierski, *Zadłużenie dewizowe Polski*, „Gazeta Bankowa” nr 15, 9 kwietnia 1993.

³ Por.: *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, praca zbiorowa pod red. A. Budnikowskiego, E. Kaweckiej-Wyrzykowskiej, PWE, Warszawa 1996, s. 125.

którymi są: konfiskata aktywów; przekreślenie możliwości zaciągania pożyczek w przyszłości; zmniejszenie korzyści wynikających z wymiany międzynarodowej.



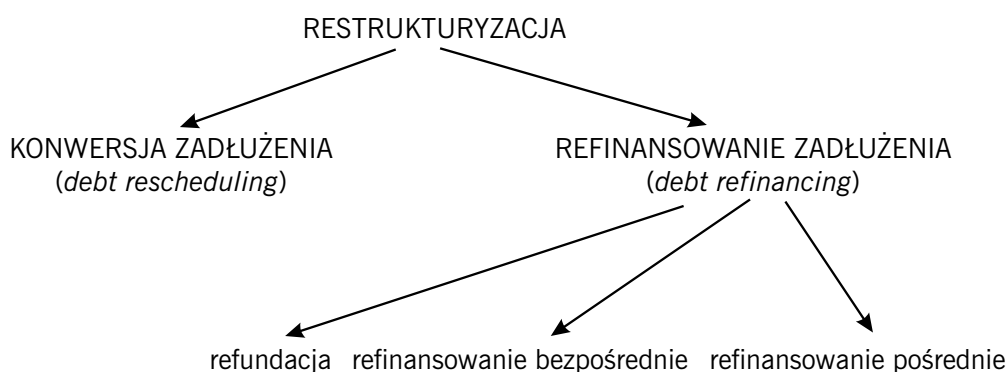
Rys. 1.

Powiązanie decyzji o spłacie lub repudiacji kredytów zagranicznych z ryzykiem utrzymania stosunków finansowych między krajem kredytobiorcy a krajem wierzycielskim

Źródło: H. S. Czubek, *Metody oceny ryzyka finansowego kraju dłużniczego*, „Ekonomista” 1992 nr 4, s. 531.

2.2. Restrukturyzacja zadłużenia

Mimo utraty zdolności płatniczej kraj może się zdecydować na kontynuację obsługi zadłużenia — przykładem jest Polska. W takiej sytuacji tradycyjnym i podstawowym sposobem postępowania dłużnika jest restrukturyzacja zadłużenia, tzn. dokonanie zmian w kalendarzu spłat (odroczenie płatności) oraz zmiany niektórych warunków płatności istniejących długów w celu ulżenia trudnej sytuacji płatniczej kraju dłużniczego. Restrukturyzacja wymaga podjęcia odpowiednich negocjacji z wierzycielami.



Rys. 2.

Główne formy restrukturyzacji zadłużenia

Źródło: opracowanie własne.

W 1981 roku — uznanym za początek kryzysu zadłużeniowego w Polsce — nastąpiła zmiana metody przełamania bariery kredytowej. Do tego czasu metoda ta polegała na refinansowaniu (*refinancing*). Przy wysokim poziomie zadłużenia oraz dużych i szybko rosnących kosztach obsługi długów (obciążenie bieżących wpływów dewizowych za eksport obsługą zadłużenia) nie była to jednak refundacja (*refunding*) polegająca na zastępowaniu starych kredytów nowymi, uzyskiwanymi na korzystniejszych warunkach, lecz refinansowanie bezpośrednie (tzw. *roll-over*), oznaczające uzyskiwanie nowych kredytów od tego samego wierzyciela na tych samych lub gorszych warunkach, oraz refinansowanie pośrednie, tzn. zaciąganie nowych kredytów u różnych wierzycieli na pokrycie obsługi uprzednio uzyskanych kredytów. Od 1981 roku refinansowanie zostało uzupełnione konwersją, tzn. uzgodnioną z wierzycielami zmianą warunków, na jakich zostały zaciągnięte wcześniej wykorzystane kredyty. Polegało to głównie na prolongacie ich obsługi. Konwersja jest jednym z uzupełniających mechanizmów oddłużania i jednym ze środków dających dłużnikowi czas na dostosowanie gospodarki, zwłaszcza na jej przebudowę strukturalną i reorientację proeksportową⁴. Transakcja konwersji długów to także porozumienie polegające na sprzedaży lub zamianie posiadanego przez bank zobowiązania kraju dłużniczego na międzynarodowym rynku finansowym.

Wśród sposobów rozwiązania problemu zadłużenia zagranicznego znajduje się metoda oparta przynajmniej na częściowym spisaniu na straty starych długów, tj. uznaniu przez kredytodawców pewnego stopnia ryzyka w tych operacjach i przyjęcie na siebie części kosztów wynikłych z pojawienia się problemu zadłużenia.

2.3. Międzynarodowe programy oddłużeniowe

Kryzys zadłużeniowy wywołał w wielu krajach głębokie trudności gospodarcze. Pomimo różnic w charakterze i ciężarze zadłużenia w poszczególnych krajach, dłużników łączyło to, że rozwiązania zadłużeniowych problemów musieli poszukiwać w niekorzystnych warunkach zewnętrznych.

W czasie kryzysu zadłużeniowego lat osiemdziesiątych zaznaczyła się wyraźna ewolucja stanowiska wierzycieli wobec dłużników i ich zobowiązań zagranicznych. W pierwszej fazie — lata 1982–1985 — wierzyciele uważali, że kryzys zadłużeniowy jest jedynie kryzysem płynności, który może być przezwyciężony za pomocą restrukturyzacji zadłużenia w połączeniu z uzyskaniem przez dłużników nowych kredytów, udostępnionych przez międzynarodowe instytucje finansowe po zrealizowaniu przez kraje dłużnicze właściwych programów dostosowawczych. Druga faza przypadająca na okres 1986–1988 stanowiła pewne uzupełnienie i rozwinięcie wcześniejszej strategii. Została ona uzupełniona o dwa elementy: zachętę dla banków komercyjnych do wznowienia udzielania pożyczek krajom dłużniczym realizującym właściwe programy dostosowawcze oraz wprowadzenie innowacyjnych technik redukcji zagra-

⁴ Por.: J. Woroniecki, *Udziały kapitałowe zamiast długów*, „Handel Zagraniczny” 1988 nr 2.

nicznych długów. Najbardziej wyraźnym przejawem nowego podejścia do kryzysu zadłużeniowego stało się ogłoszenie planu byłego sekretarza stanu J. A. Bakera, przedstawionego jesienią 1985 roku na dorocznej sesji MFW i Banku Światowego w Seulu. Aby rozwiązać problem zadłużeniowy z inicjatywy krajów wierzycielskich ogłaszane były nowe międzynarodowe programy oddłużeniowe, np. zasady z Toronto, plan Murozawy. W 1989 roku rozpoczęła się trzecia faza, stanowiąca przełom w dotychczas prowadzonej strategii. Wierzyciele zdali sobie sprawę, że kryzys zadłużeniowy nie sprowadza się do przejściowego braku płynności oraz że znaczna część długów nigdy nie będzie mogła być spłacona. Wierzyciele kierowali się zasadą *case-by-case*, tzn. redukcja zadłużenia powinna być rozpatrywana odrębnie dla każdego dłużnika. Charakterystyczną cechą tej fazy było także powstanie i szybki rozwój wtórnego rynku długów krajów najbardziej zadłużonych, na którym przedmiotem handlu są preterminowane wierzytelności banków prywatnych. Wtórny rynek długów zaczął być stosowany jako punkt odniesienia do wyceny długu danego kraju. Międzynarodowym programem oddłużeniowym tej fazy był zaprezentowany 10 marca 1989 roku plan Nicholasa Brady’ego. Na początku roku 1994 wiele krajów wyraziło zainteresowanie podpisaniem ostatecznych umów z bankami komercyjnymi w sprawie wprowadzenia międzynarodowego programu oddłużeniowego, jakim był plan Brady’ego.

3. Nowe podejście do rozwiązania problemu zadłużeniowego

Tradycyjne metody rozwiązania kryzysu zadłużeniowego oraz wypracowane światowe programy oddłużeniowe nie zawsze dawały pożądane efekty, społeczność międzynarodowa zaczęła więc poszukiwać innych technik rozwiązania problemu zadłużeniowego. Rozwiązanie problemu zadłużeniowego stało się gwarantem stabilizacji gospodarki światowej.

W latach osiemdziesiątych innowacyjność międzynarodowego rynku finansowego spowodowała, że powstały nowe techniki redukcji zadłużenia. Techniki postępowania z zadłużeniem, przede wszystkim *debt for equity swap*, istniały już wcześniej. W latach osiemdziesiątych nastąpiło przeniesienie nowych technik redukcji zagranicznych długów do międzynarodowych stosunków ekonomicznych oraz zwiększenie skali dokonywanych transakcji. Nowe techniki znajdują szerokie zastosowanie w międzynarodowych planach redukcji zadłużenia zewnętrznego, przede wszystkim w planie Brady’ego.

W celu rozwiązania kryzysu zadłużeniowego w 1983 roku⁵ wykreowany został rynek umożliwiający zamianę długu — *swapy*. Do tej pory termin *swap* używany był głównie w odniesieniu do zawieranej transakcji kasowej i terminowej w tej samej walucie i na tę samą sumę.

Do najczęściej stosowanych technik redukcji zadłużenia zagranicznego opartych na transakcjach zamiany długów należą:

⁵ Zob.: www.bradynet.com

- zamiana długu na udziały kapitałowe (*debt for equity swap*);
 - zamiana zadłużenia na wydatki związane z ochroną środowiska naturalnego (*debt for nature swap*).
 - transakcje wykupu długu na rynku wtórnym (*buy-back*);
 - zamiana zadłużenia na obligacje Brady’ego (*Brady bonds*);
- Do innych technik redukcji zewnętrznego zadłużenia zalicza się:
- *debt-for-export swap* lub *debt-for-commodity swap* — zamiana długu na towary będące przedmiotem eksportu kraju zadłużonego. Część długu może zostać spłacona w wyniku przejmowania przez wierzyciela części dochodów pochodzących z eksportu określonych towarów;
 - *debt-for-debt swap* — zamiana długu na dług. Transakcja polega na wymianie przez dwóch lub więcej wierzycieli posiadanych przez nich zobowiązań płatniczych krajów dłużniczych. Przykładem może być zamiana przez bank francuski długu argentyńskiego na będący w posiadaniu banku amerykańskiego dług brazylijski. Jedną ze stron biorących udział w konwersji może być bank dłużnika — np. w przypadku zamiany przez bank peruwiański będących w jego posiadaniu meksykańskich zobowiązań płatniczych na będący w posiadaniu banku amerykańskiego dług peruwiański. Motywem takiej operacji jest koncentracja wierzycielności w jednym lub kilku krajach, co może mieć duże znaczenie np. podczas rokowań dotyczących przesuwania terminów spłat długu;
 - *debt-for-currency swap* — zamiana długu na walutę lokalną kraju zadłużonego. Transakcja ta polega na kupnie długu danego kraju za waluty zagraniczne, a następnie wymianie tego zobowiązania na walutę krajową w celu finansowania przedsięwzięć w kraju zadłużonym⁶;
 - *debt-for-development swap* — zamiana długu na wydatki związane z pomocą dla dzieci. Dzięki tej technice możliwa jest promocja zdrowia, edukacji i rozwoju dzieci w krajach zadłużonych⁷;
 - *debt for football swap* — zamiana długu na transfer piłkarza wywodzącego się z kraju zadłużonego;
 - obligacje uwalniające (*exit bonds*). Ich cechą są stosunkowo niewielkie rozmiary emisji, gdyż nabywcami są najczęściej banki posiadające małe należności w danym kraju zadłużonym. Banki te pragną uwolnić się od uczestnictwa w kolejnych umowach restrukturyzacyjnych. Przy niewielkich rozmiarach emisji obligacji obowiązuje zwyczajowa zasada pierwszeństwa ich obsługi w stosunku do pozostałych zobowiązań. Ta wiarygodna zasada sprawia, że w przeciwieństwie do operacji konwersji nie jest niezbędne dodatkowe zabezpieczenie *exit bonds*.

⁶ Por.: A. Budnikowski, *Konwersja długu krajów Trzeciego Świata*, „Bank i Kredyt”, 1988 nr 3.

⁷ UNICEF rocznie wydaje 3 mln USD na takie programy w Meksyku, dokonując zakupu długu z dyskontem na rynku wtórnym. Por.: D. H. Cole, *Debt-Equity Conversions, Debt-for-Nature Swaps, and the Continuing World Debt Crisis*, „Columbia Journal of Transnational Law”, 1992 nr 1, s. 81.

3.1. Zamiana długu na udziały kapitałowe (*debt for equity swap*)

Transakcja *debt for equity swap* — DES polega na zamianie (*swap*) długu (*debt*) na kapitał kraju zadłużonego (*equity*). Historia tej nowej techniki redukcji zagranicznych zobowiązań rozpoczęła się w 1978 roku w Brazylii. W 1980 roku z konwersji długu na kapitał skorzystała Turcja, a w 1982 roku Meksyk⁸. Przykładem zmniejszenia zadłużenia w wyniku zastosowania operacji *debt for equity swap* jest Brazylia, gdzie między rokiem 1983 a 1987 dług został zredukowany o 8 mld USD⁹. W Chile transakcja zamiany wierzytelności zagranicznych na udziały kapitałowe umożliwiła zmniejszenie długu w wysokości 1,6 mld USD, co stanowiło 10% zobowiązań zewnętrznych tego kraju¹⁰. Po wybuchu światowego kryzysu zadłużeniowego *debt for equity swaps* były stosowane powszechnie. W latach dziewięćdziesiątych stosowanie tych operacji zostało rozszerzone o kraje Europy Środkowo-Wschodniej.

Z punktu widzenia techniki *debt for equity swap* wyróżnia się dwa warianty konwersji¹¹:

- Konwersja bezpośrednia — wierzyciel, np. bank, zamienia swoją wierzytelność na udziały w majątku w kraju zadłużonym; wierzyciel nie udziela dyskonta i sam podejmuje ryzyko inwestowania.
- Konwersja pośrednia — stosowana częściej — występuje, gdy inwestor, np. korporacja międzynarodowa, nabywa na rynku długów, za pośrednictwem banku lub wyspecjalizowanej instytucji finansowej, dług pierwotnego wierzyciela z odpowiednim dyskontem, którego udziela wierzyciel, a następnie konwertuje przyjętą wierzytelność w kraju, którego ona dotyczy, na walutę krajową. Przeliczenie następuje według wartości nominalnej długu. Długi zagraniczne sprzedawane z bardzo wysokim dyskontem w stosunku do ich nominalnej pierwotnej wartości sygnalizują ryzyko niespłacenia zadłużenia w pełnej wielkości. Przy długach rządowych zamiana odbywa się po kursie oficjalnym, a przy innych długach po kursie umownym. Nabytą w ten sposób walutą krajową (najczęściej jest to nota z tytułem własności) inwestor nie może dysponować dowolnie. Może ona zostać przeznaczona na ustalone udziały w istniejących lub nowych przedsiębiorstwach oraz na surowce i materiały do produkcji dostępne za tę walutę¹². Waluta krajowa może być również wydatkowana na infrastrukturę (np. autostrady) oraz inwestycje w istniejące lub nowe obiekty usługowe (np. hotele).

Większość operacji polegających na zamianie długu na udziały kapitałowe w kraju zadłużonym przechodzi przez europejskie banki komercyjne i regio-

⁸ Por.: H.-J. Herrmann, A. F. Richter, *Debt-Equity Swaps*, „Bankwissenschaftlichen Gesellschaft”, Wien ÖBA 1994 nr 3.

⁹ Por.: D. H. Cole, *Debt-Equity Conversions, Debt-for-Nature Swaps, and the Continuing World Debt Crisis*, op. cit., s. 71.

¹⁰ Por.: G. Meier, *Debt-Equity-Swaps — Ein Ausweg aus der Schuldenkrise?*, „Sparkasse”, 1987 nr 11, s. 507.

¹¹ Por.: J. Woroniecki, *Udziały kapitałowe zamiast długów*, „Handel Zagraniczny”, 1988 nr 2.

¹² Ewentualny wsad importowy niezbędny do produkcji inwestor sprowadza na własny rachunek.

nalne banki amerykańskie. Banki te prowadzą operacje na wtórnym rynku kapitałowym w sieci informacyjnej dużych banków, międzynarodowych korporacji. Część z operacji *debt for equity swap* dokonywana jest na Wall Street w bankach inwestycyjnych, które przez swoich dealerów i powiązania z międzynarodowym biznesem szybciej docierają do zainteresowanych klientów. W wyniku dokonania transakcji DES kraj zadłużony może sprzedać posiadane aktywa, które są denominowane w walucie krajowej, po cenie bardziej zbliżonej do pierwotnej wartości nominalnej własnego długu zagranicznego. Główną zaletą dla inwestora zagranicznego, jeśli nie jest nim pierwotny wierzyciel, jest spore dyskonto, z jakim może nabyć dług. Inwestorzy zagraniczni dzięki *debt for equity swap* zyskują dostęp do znacznie tańszych źródeł krajowych funduszy pieniężnych, niż gdyby dokonywali zakupu lokalnej waluty na rynkach dewizowych¹³. Operacje DES otwierają możliwości wymiany walutowej na dużą skalę po znacznie obniżonym kursie wymiany w porównaniu z wysokością oficjalnie obowiązującego kursu walutowego.

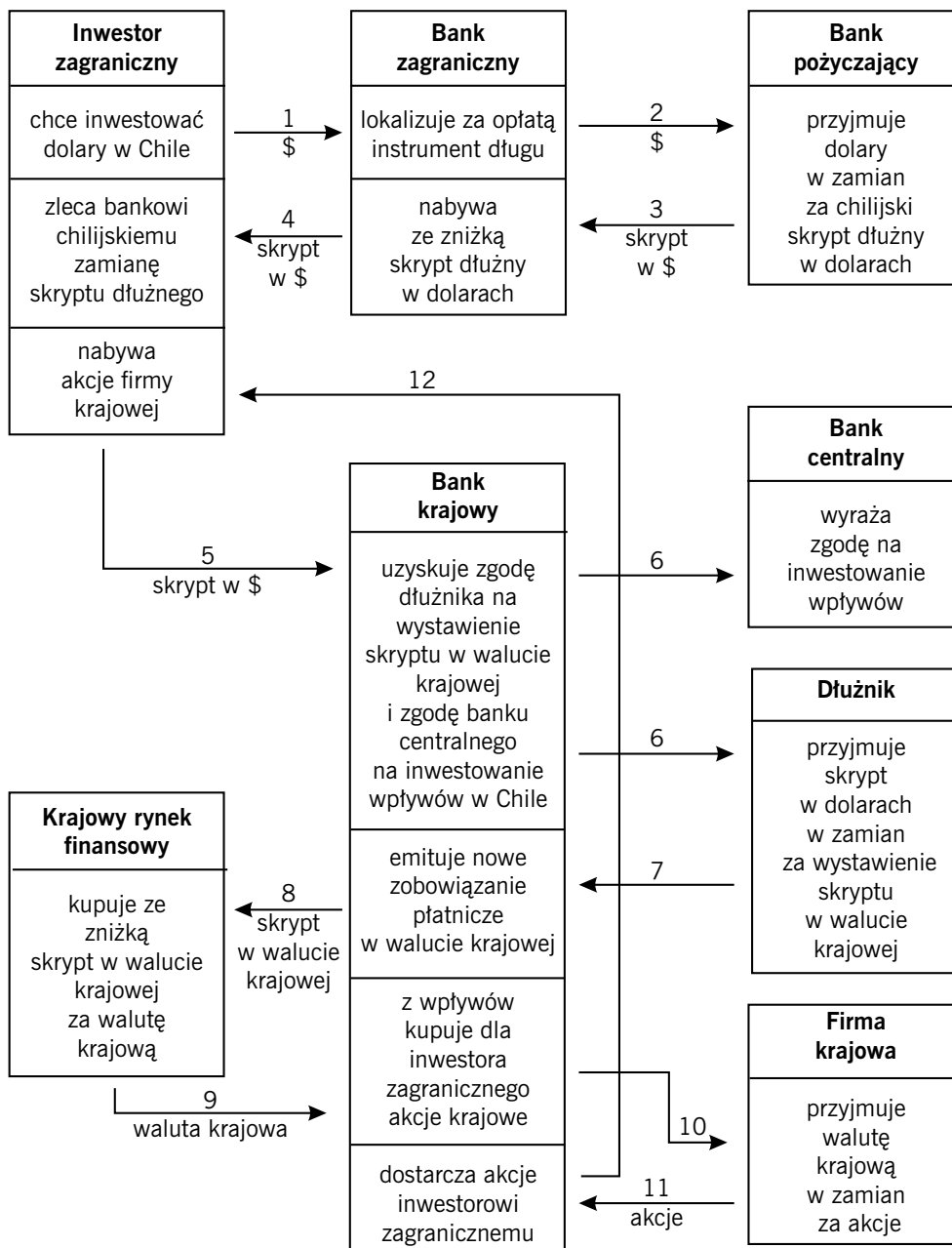
Przykładem może być firma niemiecka, który byłaby zainteresowana inwestowaniem w Polsce. W takiej transakcji inwestor zagraniczny zleca bankowi komercyjnemu dokonanie na rynku wtórnym zakupu polskiego długu o wartości 5 mln USD za 2 mln USD. Nabywca długu zagranicznego denominowanego w walucie zagranicznej, działając za pośrednictwem upoważnionego banku komercyjnego, dokonuje w banku centralnym Polski jego zamiany na polskie złote i uzyskuje równowartość 4 mln USD. Bank centralny z reguły wypłaca równowartość mniejszej kwoty dolarowej w stosunku do pierwotnej wartości pożyczki dolarowej, ale jednocześnie większą od kwoty dolarowej, jaką zapłacił zagraniczny inwestor na rynku wtórnym. Bank centralny w Polsce likwiduje w wyniku takiej operacji dług zagraniczny o wartości 5 mln USD, a inwestor niemiecki wchodzi w posiadanie kapitału polskiego o równowartości 4 mln USD, które zakupił za 2 mln USD¹⁴.

Operacja konwersji długów na udziały kapitałowe powstała na światowym rynku finansowym wówczas, gdy długi krajów Trzeciego Świata stały się jednym z oferowanych towarów. Jednym z pionierów przeprowadzających transakcje DES były Chile i na przykładzie tego kraju rys. 3. przedstawia zamianę długu na udziały kapitałowe.

Inwestor zagraniczny może realizować inwestycje znacznie niższym kosztem niż bez programu *debt for equity swap*, a wszelkiego rodzaju pośrednicy uzyskują prowizje za swoje usługi. Dla kraju zadłużonego DES stanowi efektywne narzędzie redukcji zadłużenia zagranicznego i powoduje wzrost inwestycji.

¹³ Nawet po odliczeniu prowizji i opłat bankowych oraz zastosowaniu dyskonta nominalnej wartości długu dewizowego przez kraj zadłużony — por.: J. Woroniecki, *Udziały kapitałowe zamiast długów*, op. cit.

¹⁴ Opracowanie własne na podstawie E. Najlepszy, *Międzynarodowe finanse przedsiębiorstw*, Bafina, Poznań 1993, s. 338.

**Rys. 3.****Debt for equity swap na przykładzie Chile**

Źródło: *World Development Report 1987*, World Bank, Washington 1987, s. 23, cyt. za: A. Budnikowski, *Konwersja długu krajów Trzeciego Świata*, „Bank i Kredyt”, 1988 nr 3.

Teoretycznie przeprowadzenie operacji *debt for equity swap* przynosi korzyści wszystkim uczestniczącym w niej podmiotom. Banki wierzycielskie odzyskują przynajmniej część swoich wątpliwych wierzytelności dzięki sprzedaży z odpowiednim dyskontem na rynku wtórnym. Jeżeli bank wierzycielski sam jest inwestorem, to w zamian za swoją wierzytelność staje się właścicielem udziałów kapitałowych¹⁵ w kraju dłużniczym.

Zaletą *debt for equity swap* jest odpowiednie do wielkości konwertowanego długu zmniejszenie zadłużenia dewizowego i związanej z tym obsługi tego długu. Dla kraju zadłużonego wynikają z tego korzyści w postaci poprawy sytuacji płatniczej i redukcji nawisu długu. Sytuacja płatnicza ulega poprawie, ponieważ od części długu, która ulega zamianie na udziały kapitałowe, nie trzeba płacić odsetek oraz spłacać tej części kapitału. Redukcja nominalnego zadłużenia przyczynia się do ograniczenia nawisu długu działającego zniechęcająco na inwestorów krajowych i zagranicznych, którzy chcieliby inwestować w kraju dłużniczym.

Dla kraju dłużniczego istotną korzyścią jest również wzrost inwestycji. Przynajmniej część środków finansowych, które pochodzą z zamiany długu zagranicznego zostaje przeznaczona na tworzenie nowych przedsiębiorstw lub rozbudowę już istniejących. Pozostała część środków wykorzystana jest przez zagranicznych inwestorów, którymi są najczęściej duże korporacje międzynarodowe lub znane instytucje finansowe, na przejmowanie udziałów w już istniejących firmach, czego następstwem jest:

- poprawa w zarządzaniu przedsiębiorstwem i organizacji pracy wynikająca z zaangażowania inwestora zagranicznego uzyskującego w nim udziały;
- wzrost konkurencji na rynku wewnętrznym wynikający z napływu *know-how* w dziedzinie zarządzania i technologii wytwarzania, z jednoczesnym oddziaływaniem antymonopolowym;
- szansa zwiększenia eksportu dzięki poprawie jakości oraz nowoczesności produkcji w wyniku innowacji technologicznych;
- powstanie nowych obiektów w sytuacji, gdy nabyta waluta jest przeznaczona na nowe inwestycje, np. hotele;
- modernizacja przedsiębiorstwa, jeżeli inwestor zagraniczny zdecyduje się, z własnej inicjatywy lub pod presją rządu przyjmującego, na doinwestowanie przedsiębiorstwa, w którym przejął aktywa, w celu podwyższenia jego rentowności;
- dostęp do zagranicznych rynków zbytu i źródeł finansowania;
- możliwość podwyższenia wiarygodności płatniczej i zdolności kredytowej kraju dłużniczego.

Z operacji *debt for equity swap* wynikają dla kraju dłużniczego dodatkowe korzyści¹⁶. Pierwsza polega na tym, że *debt for equity swap* może być dogodnym

¹⁵ Udziały kapitałowe posiadają taką samą lub niewiele niższą wartość nominalną. Zależy to od tego, czy bank centralny dłużnika stosuje czy nie określone dyskonto przy wymianie wierzytelności zagranicznych na walutę krajową.

¹⁶ Por.: W. Małecki, *Prospects for debt equity conversions in Poland*, Working Papers nr 41, Instytut Finansów, Warszawa 1994, s. 9–15.

narzędziem przyciągnięcia z powrotem do kraju dłużniczego, z którego nastąpiła znacząca ucieczka kapitałów, pewnej części tych kapitałów. Wymaga to dopuszczenia do udziału w tych operacjach także krajowych inwestorów, ewentualnie krajowców mieszkających za granicą. Druga korzyść wiąże się ze zwiększonym, w wyniku uruchomienia programu *debt for equity swap*, popytem na dług danego kraju, co może doprowadzić do wzrostu jego ceny na rynku wtórnym, stając się jednocześnie czynnikiem przyczyniającym się do ograniczenia nawisu długu. Poza tym wzrost notowań długu danego kraju wpływa na poprawę jego wiarygodności kredytowej.

Operacje DES mogą przyczynić się do złagodzenia problemu zadłużenia. Ich skuteczność zależy od zgody kraju dłużniczego na realizację takiego programu oraz umiejętnej i elastycznej polityki państwa w odniesieniu do konwersji długu. W przypadku problemu polskiego zadłużenia zagranicznego transakcje *debt for equity swap* można określić jako nieopłacalne.

3.2. Zamiana długu na wydatki na rzecz ochrony środowiska naturalnego (*debt for nature swap*)

W roku 1984 T. E. Loveloy z ekologicznego funduszu World Wildlife Fund zaproponował *swap* polegający na zamianie długu na wydatki związane z ochroną zasobów naturalnych zadłużonego kraju. Taki *swap* został nazwany *debt for nature swap* — redukuje on dług, a jednocześnie przyczynia się do ochrony narażonego na zanieczyszczenie środowiska naturalnego przy współudziale tzw. *green organizations*¹⁷.

Struktura *debt for nature swap* jest zbliżona do *debt for equity swap*. Różnica polega na tym, że zamiast sprzedaży długu prywatnemu inwestorowi, bank daruje lub dokonuje sprzedaży długu z dyskontem organizacji ekologicznej, która zamienia go na walutę kraju dłużniczego lub obligacje i dokonuje inwestycji w lokalne projekty służące ochronie środowiska naturalnego. Po raz pierwszy transakcję *debt for nature swap* zastosowano w 1987 roku. Polegała ona na podarowaniu przez Fleet National Bank z Rhode Island 245 tys. USD długu Kostaryki na ochronę, mającego istotne znaczenie ekologiczne, regionu La Selva¹⁸.

Konwersja zadłużenia na wydatki związane z ochroną środowiska jest transakcją handlową odbywającą się na międzynarodowym rynku finansowym, której stronami są:

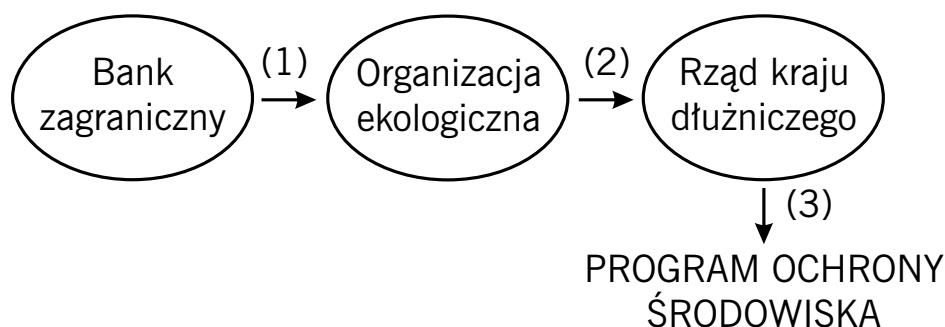
- organizacja ekologiczna nabywająca zobowiązania płatnicze danego kraju dłużniczego;
- bank zagraniczny dysponujący skrytem dłużnym danego kraju-dłużnika;

¹⁷ Zob.: T. E. Loveloy III, *Aid Debtor Nation's Ecology*, „New York Times”, 4 October 1984; M. Obstfeld, K. Rogoff, *Foundations of International Macroeconomics*, Massachusetts Institute of Technology 1996, s. 401.

¹⁸ Por.: D. H. Cole, *Debt-Equity Conversions, Debt-for-Nature Swaps, and the Continuing World Debt Crisis*, op. cit., s. 73; M. Miller, *Resolving the Global Debt Crisis, United Nations Development Programme*, New York 1989, s. 75.

- rząd kraju zadłużonego (lub agenda rządu), który w zamian za wykupienie jego długu zobowiązuje się do finansowania lub organizowania programów ochrony środowiska uzgodnionych z organizacją ekologiczną, która dokonała wykupu długu.

Wykorzystując operację zamiany zadłużenia na wydatki związane z ochroną środowiska naturalnego kraj zadłużony osiąga korzyść nie tylko w postaci zmniejszenia zadłużenia, ale również może poprawić stan swojego środowiska lub zapobiec jego niszczeniu.



Rys. 4.

Debt for nature swap

(1) Bank zagraniczny za USD sprzedaje z rabatem zobowiązania dłużnicze danego kraju organizacji ekologicznej.

(2) Organizacja ekologiczna, która zakupiła dług danego kraju, odstępuje go dłużnikowi w zamian za realizację uzgodnionego programu ochrony środowiska naturalnego.

(3) Rząd kraju dłużniczego wchodzi w posiadanie swych zagranicznych zobowiązań w zamian za finansowanie i organizowanie programu ochrony środowiska.

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Budnikowski, *Zamiana długu na wydatki na rzecz ochrony środowiska*, „Handel Zagraniczny”, 1989 nr 4–5.

Podstawową cechą odróżniającą *debt for nature swap* od innych technik zamiany długu jest to, że organizacja ekologiczna dokonująca zakupu długu nie kieruje się wyłącznie motywami ekonomicznymi. Ma ona możliwość realizacji zadań, które mają charakter pozaekonomiczny i polegają na podejmowaniu działań zmierzających do zapobieżenia degradacji środowiska naturalnego. Organizacje te postępują jednocześnie zgodnie z zasadami racjonalnego gospodarowania. Poprzez kupno długu danego kraju i sprzedaż lub odstąpienie go rządowi dłużnika w zamian za podjęcie przez ten rząd określonych przedsięwzięć w dziedzinie ochrony środowiska, organizacja ekologiczna osiąga określony cel lub środki na jego realizację taniej niż w przypadku bezpośredniego finansowania¹⁹. Dzięki istnieniu techniki redukcji zadłużenia zagranicznego w postaci *debt for nature swap* istnieje możliwość uzyskania środków płatniczych danego kraju ze znacznym dyskontem.

¹⁹ Por.: A. Budnikowski, *Zamiana długu na wydatki na rzecz ochrony środowiska*, op. cit.

3.3. Wykup długu na rynku wtórnym (*buy-back*)

Możliwością redukcji zagranicznego długu są transakcje typu *buy-back*. Polegają one na tym, że zadłużony kraj za zgodą swoich wierzycieli wykupuje na rynku wtórnym²⁰ swoje zagraniczne zobowiązania. W 1989 roku łączna wartość transakcji na rynku wtórnym z tytułu przeprowadzonych transakcji *buy-back* osiągnęła sumę 70 mld USD. Łączna wartość obrotów zadłużeniem krajów rozwijających się w 1992 roku osiągnęła sumę prawie 500 mld USD²¹.

Przykładem transakcji *buy-back* jest przeprowadzenie operacji wykupu prawie połowy zadłużenia przez Boliwię w marcu 1988 roku. Dług został wykupiony na rynku wtórnym po cenie 11 centów za dolara. We wrześniu tego samego roku Chile uzyskało pozwolenie od swoich wierzycieli na wykup części swojego długu na rynku wtórnym za wpływy uzyskane z wysokiej wówczas ceny miedzi. *Buy-back* został również przeprowadzony przez stronę polską wobec wierzycieli zrzeszonych w Klubie Londyńskim w 1994 roku.

Buy-back to najlepszy sposób na uzyskanie przez kraj zadłużony całego dyskonta od pożyczkodawców, którzy wyrażają zgodę na wykup długu na rynku wtórnym. Niekiedy w literaturze można się spotkać z poglądem, iż *buy-back* jest niekorzystny z punktu widzenia dłużnika, ponieważ transakcje te pociągają za sobą środki finansowe, które mogłyby zostać wydane na rozwój zadłużonej gospodarki, a dług nie byłby w tym przypadku w ogóle spłacany. Ważne jest jednak to, że długi nie w pełni obsługiwane są przeszkodą w pełnym uczestnictwie kraju dłużniczego w gospodarce światowej. Poza tym banki wolą odzyskać dług po jakimkolwiek koszcie, niż pozostawać w niepewności, czy go kiedykolwiek odzyskają.

Do zalet *buy-back* należą następujące cechy: wykup długu na rynku wtórnym nie powoduje kreacji pieniądza; transakcje zapewniają uzyskanie najlepszego dyskonta; *buy-back* redukuje obciążenie zadłużeniem zagranicznym.

Technika wykupu redukuje dług bardzo powoli. *Buy-back* posiada też inne wady, np.: wykup długu na rynku wtórnym wymaga od zadłużonego kraju użycia jego rezerw; kraj dłużniczy często nie posiada wystarczających rezerw, aby dokonać operacji wykupu i sięga po środki należące do krótkoterminowych wydatków publicznych; dłużnik w celu sfinansowania transakcji wykupu długu na rynku wtórnym korzysta z pomocy Międzynarodowego Funduszu Walutowego godząc się jednocześnie na postępowanie zgodnie z programem MFW.

3.4. Obligacje Brady'ego (*Brady bonds*)

Obligacje Brady'ego wykreowane zostały w latach osiemdziesiątych jako sposób na przezwycięzenie kryzysu zadłużeniowego krajów rozwijających się.

²⁰ Ceny na wtórnym rynku długów kształtują się pod wpływem popytu i podaży i są inne niż ceny nominalne.

²¹ Por.: K. Holland, *The LDC debt market: it's a jungle out there*, „International Business Week”, 15.03.1993.

Pozwalają one inwestować w długi tych krajów bez podejmowania ryzyka walutowego.

Zamiana długu na obligacje to nowa finansowa technika redukcji zadłużenia zagranicznego, mająca szczególne zastosowanie w międzynarodowym planie redukcji długu, jakim był plan Brady'ego. Aby zadłużony kraj przystąpił do restrukturyzacji, zmuszony jest do przeprowadzenia szeregu reform proponowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, nazwanych SAP (*Structural Adjustment Program*). Dodatkowo restrukturyzacja musi być uznana przez Bank Światowy. Program SAP dotyczy poziomu inflacji, wzrostu PNB, stopnia prywatyzacji i innych wskaźników ekonomicznych. Dłużnik ma 2–3 lata na dostosowanie się do programu, zanim będzie mógł uczestniczyć w restrukturyzacji swojego długu na podstawie planu Brady'ego. Strukturalne dostosowania proponowane przez MFW w związku z redukcją długu pozwoliły wielu krajom osiągnąć wzrost gospodarczy i przyczyniły się do przyciągnięcia zagranicznych inwestycji, umożliwiających modernizację gospodarek tych krajów. Kraje, które wzięły udział w restrukturyzacji długu opartej na planie Brady'ego, to: Argentyna, Brazylia, Bułgaria, Dominikana, Ekwador, Filipiny, Kostaryka, Meksyk, Maroko, Nigeria, Polska, Urugwaj. Na plan Brady'ego składają się obligacje powstałe ze zrestrukturyzowanego długu wobec banków komercyjnych. Każda „transakcja Brady'ego” jest inna. Dla poszczególnych dłużników istnieją różne typy obligacji, na jakie zamieniony zostaje dług. Najczęściej emitowane są następujące rodzaje obligacji Brady'ego²²:

- *Par Bonds* — obligacje parytetowe;
- *Discount Bonds* — obligacje dyskontowe;
- *Debt Conversion Bonds* — obligacje z tytułu konwersji zadłużenia;
- *Front Loaded Interest Reduction Bonds (FLIRB)* — obligacje z tytułu redukcji płatności odsetkowych;
- *New Money Bonds* — obligacje na nowe kredyty;
- *Past Due Interest Bonds* — obligacje za zaległe odsetki;

Z obligacjami Brady'ego związane jest zabezpieczenie kapitałowe w formie obligacji bezkuponowych (zerokuponowych)²³. Obligacje zerokuponowe emitowane są przez kraj wierzycielski. Obligacje te zapewniają korzystne warunki wykupu pożyczki. Wypłaca się za nie tylko jednorazową sumę w przyszłości, a kupowane są za zdyskontowaną wartość obecną tejże sumy. Zerokuponowe obligacje nie przynoszą nabywcy bieżącego dochodu. Obniżają jednak koszty obsługi długu.

²² Zob.: www.bradynet.com

²³ Obligacje zerokuponowe po raz pierwszy zostały wyemitowane w sierpniu 1982 roku przez Merrill Lynch. W roku 1984 na emisję obligacji bezkuponowych zdecydował się skarż państwa USA. W 1991 roku emisji dokonał rząd francuski.

Abstract



Innovative techniques of reduction of the foreign debt

Foreign credits can become an essential source of economic growth of a given country. Such a situation occurs only when together with the drawing of credits production possibilities are created in the country making possible the carrying out of payments. The disrespect of this principle can lead to serious problems of solvency and debt crisis, of which the eighties are an example.

Theoretically the problem of external debt can be solved by the following ways: on time payment of interest and credit installments; announcement of insolvency; restructuring of the debt. The country in debt can also take advantage of international programmes for the clearing of debts. But this not always gives the desired effects.

In the eighties the innovations of the international finance market caused new techniques of debt reduction to arise, to which belong: debt for equity swap; debt for nature swap; buy-back; debt for Brady Bonds swap. Innovative techniques of foreign debt reduction were very significant during the solving of the Polish debt problem.