

Lidia Mesjasz

Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych

Rola wierzycieli prywatnych w rozwiązywaniu kryzysów finansowych

1. Wprowadzenie

Kryzysy finansowe, jakie wystąpiły w latach 1994–2002 w krajach budujących gospodarki rynkowe (*emerging markets*), a zwłaszcza ich wysokie koszty gospodarcze, spowodowały wzrost zainteresowania społeczno-międzynarodowej działaniami na rzecz usprawnienia obecnej infrastruktury instytucjonalnej służącej rozwiązywaniu zjawisk kryzysowych. Kluczową rolę we współczesnych kryzysach finansowych odegrali prywatni wierzyciele, którzy w momencie pojawienia się pierwszych symptomów kryzysu zaczęli wycofywać kapitały z rynków wschodzących, aby zminimalizować potencjalne straty. Takie zachowania wierzycieli (*herding*) pogłębiały negatywne skutki kryzysów zarówno dla krajów nimi dotkniętych, jak i ich wierzycieli. Gdyby wierzyciele pozostawili część swoich aktywów finansowych w krajach wschodzących, to koszty kryzysów byłyby mniejsze. Ponadto szybciej zostałyby przywrócone normalne warunki dla prywatnego kapitału, co leżało w interesie wszystkich wierzycieli.

Brak koordynacji działań między prywatnymi wierzycielami (*collective action problems*) zarówno na etapie rozwoju kryzysu, jak i na etapie jego rozwiązania był podstawowym problemem, który ujawnił się z całą ostrością podczas kryzysów finansowych lat 90. XX w. Główną grupą wierzycieli w kryzysie byli posiadacze obligacji. Ten rodzaj wierzycieli charakteryzuje: ich duża liczba (czasami kilka tysięcy), anonimowość (znaczna część obligacji to obligacje na okaziciela) oraz znacznie większe, w porównaniu z bankami komercyjnymi, geograficzne rozproszenie. Powoduje to, że zorganizowanie spotkania posiadaczy obligacji w celu renegotjowania warunków spłaty zobowiązań jest bardzo trudne.

Nie wykształciła się dotychczas żadna stała struktura instytucjonalna, która by ułatwiła komunikację i współpracę między posiadaczami obligacji¹. Taką strukturą w wypadku renegocjacji zadłużenia w bankach komercyjnych jest Klub Londyński. Dodatkowym czynnikiem utrudniającym, a niejednokrotnie blokującym zawarcie porozumienia z dłużnikiem w sprawie zmiany warunków spłaty zobowiązań z obligacji, była konieczność uzyskania zgody wszystkich posiadaczy obligacji danej emisji (dotyczyło to obligacji emitowanych zgodnie z jurysdykcją nowojorską). W konsekwencji proces restrukturyzacji zadłużenia wydłużał się, a indywidualni wierzyciele podejmowali próby egzekwowania swoich roszczeń w sądach zagranicznych, co tylko pogarszało i tak złą sytuację kraju dłużniczego oraz jego wierzycieli.

Powyższe trudności uświadomiły społeczności międzynarodowej konieczność podjęcia działań na rzecz usprawnienia procesu rozwiązywania kryzysów finansowych. Zrozumiano, jak ważną rolę w powstaniu kryzysów lat 90. XX w. odegrał brak koordynacji działań między wierzycielami prywatnymi, który przyczynił się do bezprecedensowego odpływu kapitału i załamania rachunków kapitałowych krajów wschodzących. Zrozumiano również, że dotychczas stosowane metody rozwiązywania kryzysów (tj. duża pomoc płynnościowa sektora oficjalnego, a zwłaszcza MFW), służące *de facto* „wykupieniu” roszczeń prywatnych wierzycieli (*bailout*), nie mogą być kontynuowane ze względu na ograniczone zasoby finansowe funduszu w porównaniu z rozmiarami prywatnego kapitału napływającego do krajów wschodzących oraz wzrost ryzyka pokusy nadużycia (*moral hazard*) ze strony wierzycieli i dłużników. Aby metody zarządzania kryzysami rachunków kapitałowych były skuteczne, muszą zapewnić udział prywatnych wierzycieli (*private sector involvement, PSI*) oraz ułatwić rozwiązywanie problemów koordynacji działań między nimi. Nie ma konsensusu, jak ten cel najlepiej osiągnąć. Wysunięto trzy główne propozycje: tzw. podejście ustawowe, kontraktowe i oparte na zasadach/regułach postępowania.

Podejście ustawowe polega na stworzeniu międzynarodowego prawa upadłościowego dla krajów, które wymuszałyby wspólne działania wierzycieli i ograniczały możliwości zakłócania procesu restrukturyzacji zadłużenia przez działania wierzycieli będących w mniejszości. Podejście kontraktowe polega na powszechnym włączeniu do międzynarodowych obligacji państwowych klauzul wspólnego działania (*collective action clauses, CACs*), które ułatwiałyby współpracę między wierzycielami w procesie rozwiązywania problemów płatniczych. Kolejne podejście opiera się na dobrowolnym przyjęciu i przestrzeganiu, wspólnie

¹ Przed II wojną światową w niektórych krajach działały stałe komitety wierzycieli, spośród których najbardziej znane to *Corporation of Foreign Bondholders* – utworzony w 1868 r. w Wielkiej Brytanii oraz *Foreign Bondholders Protective Council* – utworzony w połowie lat 30. XX w. w USA.

stworzonych przez kraje wschodzące i prywatnych wierzycieli, reguł postępowania w sytuacjach kryzysowych. Przyjęcie tych reguł powinno przyczynić się do poprawy komunikacji i współpracy między dłużnikiem i wierzycielami, wczesnego podejmowania działań na rzecz zapobiegania kryzysom oraz usprawnienia restrukturyzacji długu poprzez prowadzenie negocjacji w dobrej wierze i zapewnienie równego traktowania wszystkich wierzycieli.

Głównym celem niniejszego artykułu jest pogłębienie wiedzy na temat roli sektora prywatnego w rozwiązywaniu kryzysów finansowych lat 90. XX w. oraz sformułowanie zaleceń dotyczących usprawnienia procesu zarządzania kryzysami. W artykule omówiono rolę kapitału prywatnego w powstawaniu kryzysów rachunku kapitałowego, scharakteryzowano przyczyny uzasadniające konieczność szerszego włączenia się wierzycieli prywatnych w rozwiązywanie kryzysów, przedstawiono propozycje dotyczące usprawnienia procesu rozwiązywania kryzysów oraz ich wady i zalety oraz sformułowano najważniejsze wnioski wynikające z przeprowadzonej analizy oraz ich implikacje dla polityki gospodarczej.

2. Kryzysy rachunku kapitałowego – rola kapitału prywatnego

Ostatnia dekada XX w. charakteryzowała się dynamicznym wzrostem napływu kapitału prywatnego do krajów budujących gospodarki rynkowe. Napływ kapitału prywatnego do wszystkich krajów rozwijających się łącznie wynoszący w latach 80. XX w. średnio rocznie 40 mld USD, wzrósł do około 235 mld USD rocznie w latach 1990–2005. Udział sektora prywatnego w całkowitych przepływach kapitału do tej grupy krajów wzrósł z około 50% w latach 80. do prawie 90% w latach 1990–2005². Tak duży przyrwyw kapitału umożliwił krajom wschodzącym utrzymanie wysokiego tempa wzrostu, ale jednocześnie wzrosła ich wrażliwość na ryzyko nagłego odwrócenia się przepływów wskutek zmiany oczekiwań inwestorów odnośnie do ich sytuacji ekonomicznej czy realizowanej polityki gospodarczej. Odpływ prywatnego kapitału na ogół jest zsynchronizowany z cyklem koniunkturalnym z uwagi na samospełniające się oczekiwania prywatnych inwestorów; jeśli jakaś grupa wierzycieli zauważy, że kraj ma problemy gospodarcze i wycofa swoje kapitały, to tym samym pogorszy sytuację ekonomiczną kraju i wzmocni negatywne oczekiwania innych wierzycieli. W konsekwencji nastąpi masowy odpływ kapitału, który pogłębi negatywne skutki kryzysu walutowego czy bankowego lub przyczyni się do kryzysu płatniczego państwa, jeśli zob-

² *Global Development Finance 2006*, World Bank, Washington, D.C. 2006 (wersja elektroniczna, CD-ROM).

wiązania zagraniczne należały do sektora publicznego lub jeśli były przez rząd gwarantowane.

Odpiływ kapitału powoduje powstanie luki zewnętrznego finansowania w kraju objętym kryzysem. Luka ta może być łagodzona za pomocą:

- polityki dostosowawczej, której celem jest zredukowanie krajowej absorpcji w porównaniu z wielkością wytworzonej produkcji,
- pomocy finansowej sektora oficjalnego, zwłaszcza MFW i Banku Światowego,
- napływu kapitału prywatnego.

Polityka dostosowawcza może nie być wystarczającym sposobem łagodzenia kryzysu płatniczego, zwłaszcza jeśli luka płatnicza jest bardzo duża. Pomoc płynnościowa sektora oficjalnego zwykle nie jest dostatecznie duża, aby pokryć tę lukę. Zdolności kredytowe Funduszu maleją wraz ze wzrostem integracji międzynarodowych rynków kapitałowych. W związku z tym rośnie zapotrzebowanie na trzeci rodzaj zewnętrznego finansowania luki płatniczej – kapitał prywatny. Udział sektora prywatnego w rozwiązywaniu kryzysów finansowych jest pożądany, gdyż chaotyczne zachowania prywatnych wierzycieli są czynnikiem pogłębiającym negatywne, gospodarcze skutki kryzysów, tak, jak to się działo w ostatniej dekadzie XX w.

Aż do końca lat 70. XX w. nie uświadamiano sobie negatywnej roli prywatnych wierzycieli w kryzysach, dlatego w dyskusjach nad międzynarodową polityką rozwiązywania kryzysów ich rola była niedoceniana. Zyskała znaczenie w latach 90. XX w. wraz ze wzrostem przepływów kapitału prywatnego do krajów rozwijających się i zmianą ich struktury. Najważniejszą zmianą w strukturze przepływów kapitału prywatnego do tej grupy krajów był spadek udziału kredytów bankowych na rzecz wzrostu znaczenia papierów dłużnych (głównie obligacji). Udział kredytów bankowych zmalał z około 40% w latach 80. do około 10% w latach 90., a udział obligacji wzrósł odpowiednio z 10% do 25%³. W porównaniu z bankami komercyjnymi posiadacze obligacji są bardziej liczną i geograficznie bardziej zdywersyfikowaną grupą wierzycieli, co utrudnia zorganizowanie i prowadzenie negocjacji z dłużnikiem, gdy zachodzi konieczność restrukturyzacji zadłużenia. Trudniej też w takich warunkach osiągnąć konsensus.

Nakłonienie wierzycieli prywatnych do uczestniczenia w rozwiązywaniu kryzysów finansowych nigdy nie było łatwe, a w latach 90. XX w. okazało się szczególnie trudne. Trzy czynniki są odpowiedzialne za te trudności⁴:

³ *Ibidem.*

⁴ *Managing Financial Crises in Emerging Market Economy: Experience with the Involvement of Private Sector Creditors*, International Relations Committee Task Force, ECB „Occasional Paper Series” 2005, no. 32.

- problemy koordynacji między wierzycielami prywatnymi,
- niepewność dotycząca zdolności kraju dłużniczego do spłaty zobowiązań podczas kryzysu,
- różna ocena sytuacji płatniczej kraju przez poszczególnych wierzycieli.

Problemy koordynacji między wierzycielami prywatnymi prowadzą do powstania negatywnych efektów zewnętrznych dla wszystkich wierzycieli oraz dla krajów dłużniczych w następstwie ucieczki kapitału. Mechanizm jest następujący: kiedy jeden wierzyciel wycofuje swój kapitał z kraju zadłużonego, to tym samym redukuje wielkość całkowitych zasobów kraju, które mogą być przeznaczone na obsługę zagranicznego zadłużenia, a to oznacza pogorszenie sytuacji dłużnika i pozostałych wierzycieli. Innymi słowy, działanie racjonalne z punktu widzenia indywidualnego wierzyciela może nie być racjonalne z perspektywy wszystkich wierzycieli, ponieważ każdy z nich może zachować się w podobny sposób. Problemy koordynacji między wierzycielami skutkują przedwczesną likwidacją ich aktywów w kraju dłużniczym, co generuje straty dobrobytowe, oraz chaotycznymi zachowaniami wierzycieli podczas procesu renegocjowania warunków spłaty zobowiązań z krajem dłużnikiem.

Kolejnym czynnikiem utrudniającym włączenie prywatnych wierzycieli do procesu restrukturyzacji długu jest niepewność dotycząca wartości ich roszczeń w kraju objętym kryzysem. Niepewność ta wynika nie tylko z zachowań innych wierzycieli, ale przede wszystkim z trudności oceny, czy problemy płatnicze kraju są wynikiem braku zdolności do spłaty długu, czy też braku chęci do spłaty. Rozróżnienie pomiędzy zdolnością a chęcią do spłaty ma istotne znaczenie, gdy dłużnikiem jest państwo, ponieważ aktywa państwa są na ogół trudne do konfiskaty przez zagranicznych wierzycieli.

Ostatnim analizowanym czynnikiem może być znacząco różna dla różnych wierzycieli relatywna ważność roszczeń finansowych wobec kraju dotkniętego kryzysem, co niewątpliwie będzie wpływało na odmienne podejście indywidualnych wierzycieli do kwestii ich udziału w rozwiązywaniu kryzysu.

Wszystkie wymienione czynniki łącznie powodują, że sektor prywatny nie angażuje się spontanicznie w procesy zarządzania kryzysami, nawet jeśli byłoby to racjonalne z punktu widzenia globalnego dobrobytu. Kraje dłużnicze, a także społeczność międzynarodowa, próbowały zachęcić prywatnych wierzycieli w czasie minionych kryzysów finansowych do włączenia się w ich rozwiązywanie. Okazało się to trudne, co pozwoliło na sformułowanie wniosku, że wszelkie działania stymulujące PSI muszą dążyć do osiągnięcia równowagi pomiędzy respekowaniem praw wierzycieli, wynikających z zawartych umów pożyczkowych (*sanc-tity of contract*), a ponoszeniem przez nich odpowiedzialności za podejmowane ryzyko.

3. Przyczyny uzasadniające uczestnictwo sektora prywatnego w rozwiązywaniu kryzysów finansowych

Polityka zarządzania kryzysami finansowymi powinna dążyć do osiągnięcia równowagi pomiędzy wewnętrznymi działaniami dostosowawczymi podejmowanymi przez kraj dłużniczy, finansowaniem ze strony sektora oficjalnego oraz finansowaniem ze strony sektora prywatnego. Nadmierne poleganie na jednym z wymienionych trzech elementów nie jest pożądane, a nawet nie jest możliwe w praktyce. Udział sektora prywatnego w zarządzaniu kryzysami jest niezmiernie ważny i konieczny z trzech powodów:

– kapitał prywatny stał się dominującym źródłem finansowania gospodarek wschodzących (napływ netto długoterminowego kapitału prywatnego do krajów rozwijających się stanowiący 5 mld USD w 1970 r. wzrósł do 421 mld USD w 2005 r.)⁵,

– wyłączne poleganie na pożyczkach płynnościowych sektora oficjalnego może nie przynieść oczekiwanych efektów katalitycznych, tj. spontanicznego wznowienia napływu kapitału prywatnego,

– nadmierne poleganie na oficjalnym finansowaniu może wywoływać niepożądane efekty w postaci wzrostu ryzyka hazardu moralnego zarówno po stronie kraju dłużniczego, jak i wierzycieli prywatnych.

Biorąc pod uwagę duże przepływy kapitału prywatnego do krajów wschodzących i wzrost jego roli w finansowaniu potrzeb rozwojowych tej grupy krajów, szersze włączenie się sektora prywatnego w rozwiązywanie zjawisk kryzysowych wydaje się absolutnie konieczne. W przeciwnym wypadku potrzebne byłyby drastyczne środki dostosowawcze oraz duże finansowanie oficjalne, co jest nierealistyczne. Kredyty oficjalne ze względu na ograniczone zasoby międzynarodowych instytucji finansowych nie są wystarczającym źródłem finansowania luki płatniczej krajów dotkniętych kryzysami rachunków kapitałowych.

Doświadczenia lat 90. XX w. ujawniły, że wyłączne poleganie na pożyczkach oficjalnych, uzupełnianych programami dostosowawczymi MFW, nie zawsze generuje spontaniczny napływ prywatnego kapitału. Efekty katalityczne są raczej rzadkie i występują tylko w specyficznych warunkach⁶. Niemniej jednak brak jednoznacznych dowodów empirycznych, świadczących o występowaniu efektów

⁵ *Ibidem*.

⁶ Efekty katalityczne pożyczek MFW zaobserwowano zwłaszcza w krajach: 1) o średniej wiarygodności kredytowej, realizujących programy dostosowawcze o ograniczonej liczbie warunków strukturalnych, 2) charakteryzujących się znaczną niestabilnością sektora zagranicznego i realizujących programy ostrożnościowe, oraz 3) korzystających z pożyczek PRGF (*Poverty Reduction and Growth Facility*). Por. np. B. Eichengreen, A. Mody, *Bail-Ins, Bailouts and Borrowing Costs*, „Journal of Econometrics” 2001, vol. 36; A. Mody, D. Saravia, *Catalyzing Private Capital Flows: Do IMF Supported Programs Work as Commitment Devices?*, „IMF Working Paper” 2003, no.

katalitycznych pożyczek i programów MFW, powinien być interpretowany z ostrożnością. Wielu autorów, którzy przeprowadzili badania weryfikujące występowanie tych efektów, zwraca uwagę na liczne słabości metodologiczne związane z ich mierzaniem⁷.

Ponadto duża oficjalna pomoc płynnościowa może zwiększać ryzyko pokusy nadużycia. Ryzyko to można ograniczyć, jeśli koszty kryzysów będą dzielone pomiędzy wszystkie zaangażowane strony, w tym sektor prywatny. W literaturze przedmiotu rzadko można spotkać badania empiryczne dotyczące hazardu moralnego krajów dłużniczych. Istnieje jednak wiele testów badających zjawisko pokusy nadużycia wśród wierzycieli, które bazują głównie na analizie zmian cen aktywów jako źródła informacji o oczekiwaniach inwestorów. Wnioski płynące z tych badań nie są jednak jednoznaczne⁸. Niektóre badania wykazały, że pokusa nadużycia wśród wierzycieli istotnie zmalała po kryzysie w Rosji w sierpniu 1998 r., co sugerowałoby, że wcześniej była obecna⁹. Badanie zjawiska hazardu moralnego napotyka na ograniczenia związane z trudnością wyselekcjonowania wpływu pożyczek oficjalnych na zachowania prywatnych wierzycieli, przy jednoczesnym wyeliminowaniu wpływu innych czynników. Ponadto badania te napotykają podobne ograniczenia metodologiczne, jak analizy efektów katalitycznych pożyczek MFW, dlatego powinny być interpretowane z pewną ostrożnością. Pomimo wspomnianych trudności metodologicznych, potencjalny negatywny wpływ dużego finansowania ze strony sektora oficjalnego na zachowania prywatnych wierzycieli nie powinien być niedoceniany.

WP/03/100; J. Diaz-Cassou, A. Garcia-Herrero, L. Molina Sanchez, *What Kind of Capital Flows does the IMF Catalyze and When?*, „Banco de Espana Research Paper” 2006, no. WP-0617.

⁷ Testy weryfikujące katalityczne efekty pożyczek MFW (analizy statystyczne przepływów kapitałowych, analizy statystyczne marż oraz analizy przypadków) wykazały następujące ograniczenia metodologiczne: słaba jakość danych statystycznych, problemy zdefiniowania wzorca przepływów kapitału prywatnego jako punktu odniesienia dla oceny przepływów w następstwie realizacji programów MFW, brak obiektywności w wyborze próby krajów, słaba lub nieistniejąca analiza dynamiczna.

⁸ Por. np. X. Zang, *Testing of Moral Hazard in Emerging Market Lending*, „Institute of International Finance Research Paper” 1999, no. 99–100; A.Y. Evrensel, A.M. Kutan, *Testing Creditor Moral Hazard in Sovereign Bond Markets: A Unified Theoretical Approach and Empirical Evidence*, „William Davidson Institute Working Paper” 2004, no. 665, University of Michigan Business School.

⁹ T. Lane, S. Phillips, *Does the IMF Financing Result in Moral Hazard?*, „IMF Working Paper” 2000, no. WP/00/168; G. Dell’Ariccia, I. Schnabel, J. Zettelmeyer, *Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test*, „IMF Working Paper” 2002, no. WP/02/181.

4. Mechanizmy ułatwiające włączenie sektora prywatnego w rozwiązywanie międzynarodowych kryzysów finansowych

4.1. Uwagi wstępne

Usprawnienie procesu rozwiązywania kryzysów finansowych oraz szersze włączenie do tego procesu wierzycieli sektora prywatnego, od kilku już lat stanowi ważny temat w dyskusjach i działaniach społeczności międzynarodowej. Powstało wiele koncepcji osiągnięcia wymienionych celów, które doprowadziły do ukształtowania się podejścia:

- ustawowego (*statutory approach*),
- kontraktowego (*contractual approach*),
- opartego na zasadach (*rules-based approach*).

4.2. Podejście ustawowe

Podejście ustawowe zakłada stosowanie w odniesieniu do krajów nadmiernie zadłużonych zasad prawa upadłościowego przedsiębiorstw, na których opiera się większość krajowych kodeksów upadłościowych¹⁰. Wymagałoby to stworzenia odpowiednich ram prawnych w postaci np. zmian w statucie MFW albo nowego traktatu międzynarodowego, które zapewniłyby krajowi dłużnikowi:

- możliwość czasowego zawieszenia spłaty zobowiązań (*payments standstill*),
- ochronę prawną przed dochodzeniem przez wierzycieli roszczeń w drodze sądowej w czasie trwania negocjacji w sprawie restrukturyzacji długu (*stay on litigation*),
- możliwość przyjęcia przez kwalifikowaną większość wierzycieli nowych warunków umowy restrukturyzacyjnej, które byłyby wiążące dla wszystkich wierzycieli.

Stosowanie ww. zasad prawa upadłościowego w odniesieniu do restrukturyzacji długu państwowego rozwiązywałoby obydwie problemy koordynacji między wierzycielami (tj. panikę wśród wierzycieli skutkującą nagłym odwróceniem się strumieni zagranicznego kapitału oraz zakłócanie procesu restrukturyzacji długu przez mniejszościowych wierzycieli poprzez wytaczanie procesów sądowych przeciwko dłużnikowi).

Najbardziej znaną i kompleksową propozycją, reprezentującą podejście statutowe, jest Mechanizm Restrukturyzacji Długu Państwowego (*Sovereign Debt*

¹⁰ J. Sachs, *Do we Need an International Lender of Last Resort?*, Frank Graham Lecture at Princeton, Princeton 2002; S. Schwarcz, *Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach*, „Cornell Law Review” 2000, vol. 85, s. 101–187.

Restructuring Mechanism, SDRM), opracowany w MFW¹¹. SDRM zakładał, że podmiotem uprawnionym do wydawania decyzji o zamrożeniu spłat długu byłby MFW lub samo zainteresowane państwo, a fundusz by ją tylko zatwierdzał, co spotkało się ze sprzeciwem wierzycieli. Kraj dłużnik miałby wyłączne prawo decydowania czy i kiedy skorzystać z tego mechanizmu, co zrodziło obawy, że zbyt duża łatwość korzystania z procedur restrukturyzacji długu może zachęcać dłużników do ogłaszania niewypłacalności, a wierzycieli do wycofywania kapitałów w momencie pojawienia się pierwszych symptomów kryzysu. SDRM proponował również powołanie nowej instytucji – Forum ds. Rozstrzygnięcia Sporów powstałych na tle Długu Państwowego (*Sovereign Debt Dispute Resolution Forum*), której zadaniem byłoby m.in. administrowanie roszczeniami (powiadamianie wierzycieli, prowadzenie rejestru roszczeń, zarządzanie procesem głosowania) oraz rozstrzygnięcie sporów między wierzycielami oraz między nimi a krajem dłużnikiem (weryfikacja roszczeń, zapewnienie integralności procesu głosowania, klasyfikacja wierzycieli). Powołanie takiej instytucji zapewniałoby jednolitość prawną wszystkich jurysdykcji, co pozwoliłoby na jednolitą interpretację, w przeciwieństwie do opierania się na regulacjach krajowych, powodujących fragmentaryczność procesu restrukturyzacji¹². Wymagałoby to stworzenia podstaw prawnych w skali międzynarodowej, które uchwałyby prawo krajowe. Nie wyraziły na to zgody główne kraje wierzycielskie. Poza implikacjami prawnymi oraz technicznymi trudnościami wdrożenia podejścia statutowego, nie ma w chwili obecnej poparcia politycznego takiego rozwiązania.

4.3. Podejście kontraktowe

Chociaż implementacja mechanizmu SDRM jest w obecnych warunkach nierealna, to dyskusja nad nim okazała się bardzo owocna. Przyczyniając się do pogłębienia zrozumienia istoty problemów koordynacji między wierzycielami, leżących u podstaw braku efektywności istniejących mechanizmów rozwiązywania kryzysów, pomogła w rozwoju podejścia kontraktowego oraz podejścia opartego na zasadach postępowania. Podejście kontraktowe, wzorowane na praktyce rynkowej obligacji korporacyjnych emitowanych zgodnie z prawem angielskim, polega na dobrowolnym włączeniu do międzynarodowych obligacji państwowych klauzul wspólnego działania (*collective action clauses, CACs*). Klauzule te, poprawiając współpracę między wierzycielami, powinny usprawnić restruk-

¹¹ A.O. Krueger, *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF, Washington, D.C. 2002.

¹² Szerzej na ten temat pisze M. Pawliszyn, *Restrukturyzacja zadłużenia zagranicznego – koncepcja usprawnienia procesu*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 9.

turyzację długów państwowych¹³. Po pierwsze, klauzule kontraktowe pozwalają na natychmiastowe podjęcie dialogu między dłużnikiem i posiadaczami jego obligacji oraz uniknięcie sytuacji, w której niewielka grupa wierzycieli próbuje blokować porozumienie z dłużnikiem w sprawie zamiany warunków pierwotnej umowy pożyczkowej. Umożliwiają to klauzule woli większości (*majority restructuring provisions*), które dają kredytodawcom stanowiącym większość prawo ustalenia warunków restrukturyzacji długu, nawet przy sprzeciwie pozostałych kredytodawców, będących w mniejszości. Po drugie, CACs skutecznie ograniczają chaotyczne zachowania mniejszościowych wierzycieli, próbujących egzekwować swoje prawa od dłużnika w drodze sądowej, w czasie gdy kraj dłużnik w dobrej wierze prowadzi z wierzycielami negocjacje w sprawie restrukturyzacji długu. Mowa tu o klauzulach egzekwowania (*majority enforcement provisions*), które pozwalają kwalifikowanej większości wierzycieli na ograniczenie zachowań indywidualnych wierzycieli, zakłócających proces restrukturyzacji długu.

Praktyka rynkowa w zakresie stosowania klauzul kontraktowych była różna. Klauzule te były powszechnie umieszczane w prospektach emisji międzynarodowych obligacji państwowych przeprowadzanych pod niektórymi jurysdykcjami (np. prawa angielskiego). Nie były one jednak standardem rynkowym w innych jurysdykcjach (np. prawa Nowego Jorku)¹⁴. Sytuacja w tym zakresie uległa zmianie od początku 2003 r., kiedy to inne jurysdykcje również przyjęły praktyki rynkowe i obecnie wszystkie nowe międzynarodowe obligacje państwowe zawierają wspomniane klauzule¹⁵. Wprawdzie większość obligacji emitowanych zgodnie z prawem Nowego Jorku zawiera głównie klauzule woli większości, a nie zawiera klauzul egzekwowania, to należy oczekiwać, że komunikacja i koordynacja działań między wierzycielami i krajem dłużnikiem będzie sprawniejsza.

Problemem nierozwiązanym pozostaje brak klauzul kontraktowych w prospektach emisji obligacji przeprowadzonych przed 2003 r. Klauzule kontraktowe mogą wiązać jedynie posiadaczy obligacji tej samej emisji, nie mają natomiast wpływu na posiadaczy papierów innych emisji czy wierzycieli innych instrumentów dłużnych (np. kredytów bankowych czy handlowych). Z powodu tych ograniczeń

¹³ B. Eichengreen, *Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts be Reduced?*, Geneva Reports on the World Economy Special Report 1, ICMB, CEPR, Geneva 2000; J. Taylor, *Sovereign Debt Restructuring: A US Perspective*, Remarks at the Conference „Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards”, Institute of International Economics, Washington, D.C. 2002.

¹⁴ *Collective Action Clauses: Recent Developments and Issues*, IMF, March 25, 2003, <http://www.imf.org/external/np/psi/2003/032503.pdf> (7.01.2008); *Progress Report to the International Monetary Fund and Financial Committee on Crises Resolution*, IMF, April 12, 2005, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/041205.pdf> (7.01.2008).

¹⁵ Klauzule kontraktowe zostały włączone do międzynarodowych obligacji państwowych krajów wschodzących emitowanych zgodnie z prawem nowojorskim w marcu 2003 r., kiedy Meksyk wyemitował pierwszą obligację zawierającą CACs.

uczestnicy rynku rozważają możliwość wprowadzenia klauzul agregacji roszczeń wierzycieli, wynikających ze wszystkich obligacji i innych instrumentów dłużnych (*aggregation clauses*). Innym rozwiązaniem tego problemu byłoby włączenie CACs do wszystkich międzynarodowych kontraktów dłużnych, nie tylko obligacji. Istotnym problemem może być także brak jednolitości CACs między różnymi jurysdykcjami. We wrześniu 2002 r. grupa robocza ds. klauzul kontraktowych krajów G-10 opublikowała zalecenia dla ministrów finansów i prezesów banków centralnych, dotyczące projektowania CACs¹⁶. Z kolei w październiku 2004 r. Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Pierwotnych (*International Primary Market Association*) wydało standardy dotyczące warunkowych postanowień CACs dla obligacji rządowych emitowanych według prawa angielskiego¹⁷. Należy mieć nadzieję, że tego typu inicjatywy przyczynią się do ujednoczenia CACs w różnych jurysdykcjach. Nie ma również konsensusu w sprawie liczby wierzycieli, którzy powinni stanowić większość uprawnioną do głosowania w imieniu mniejszości.

4.4. Podejście oparte na zasadach (regułach) postępowania

Ograniczenia podejścia kontraktowego oraz brak konsensusu politycznego w sprawie podejścia statutowego przyczyniły się do wypracowania nowego podejścia opartego na zasadach (regułach) dobrego postępowania (*codes of good conduct*). Zakłada ono dobrowolne przyjęcie wspólnie uzgodnionych przez kraje dłużnicze, wierzycieli prywatnych i sektor oficjalny zasad postępowania i najlepszych praktyk w zakresie rozwiązywania sytuacji kryzysowych. Kładzie nacisk na elastyczne stosowanie zasad, tzn. ich dostosowywanie do każdego indywidualnego przypadku (*case-by-case*). Konieczne jest stworzenie systemu bodźców, które zachęcałyby wierzycieli i dłużników do przestrzegania ustalonych reguł postępowania.

Podejście oparte na zasadach postępowania uzupełnia podejście kontraktowe, gdyż powszechne włączenie klauzul kontraktowych do międzynarodowych umów pożyczek państwowych może ułatwiać praktyczną implementację przyjętych zasad postępowania. Obydwa podejścia mają wspólny cel, tj. ułatwienie rozwiązywania kryzysów płatniczych bez łamania porozumień kontraktowych, dlatego zostały zaakceptowane przez rynki i można oczekiwać, że przyczynią się do usprawnienia procesu rozwiązywania kryzysów.

¹⁶ *Report of the G-10 Working Group on the Contractual Clauses*, G-10, 26 September 2002, <http://www.imf.org/external/np/g10/2002/cc.pdf> (7.01.2008).

¹⁷ *Standard Collective Action Clauses for the Terms and Conditions of Sovereign Notes*, International Primary Market Association, 8 October 2004, <http://www.iif.com/emp/cac> (7.01.2008).

Dużą rolę w kształtowaniu podejścia opartego na zasadach odegrała propozycja prezesa Banku Francji J.C. Tricheta, ogłoszona jesienią 2002 r. w formie „Kodeksu dobrego postępowania w sprawie renegocjacji długu państwowego” (*Code of good conduct for sovereign debt re-negotiation*)¹⁸. Wywarła ona istotny wpływ na ostateczny kształt zasad, jakie zostały uzgodnione pomiędzy grupą wiodących krajów wschodzących a reprezentantami środowiska prywatnych wierzycieli pod nazwą „Zasady stabilnych przepływów kapitałowych i sprawiedliwej restrukturyzacji długów krajów wschodzących” (*Principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*). Zasady te zostały zatwierdzone przez kraje grupy G-20 na spotkaniu ministrów finansów i prezesów banków centralnych w Berlinie w listopadzie 2004 r.¹⁹ Stanowią one zbiór dobrowolnych, opartych na mechanizmach rynkowych, reguł postępowania dłużników i wierzycieli zarówno w sytuacjach normalnych, jak i kryzysowych. Reguły dotyczą czterech głównych obszarów:

- przejrzystości i regularnego przepływu informacji (*transparency and timely flow of information*),
- dialogu i współpracy między dłużnikiem i wierzycielami, w celu uniknięcia restrukturyzacji długu (*close debtor-creditor dialogue and cooperation to avoid restructuring*),
- działania w dobrej wierze (*good faith actions*),
- sprawiedliwego traktowania (*fair treatment*).

Regularny dostęp wierzycieli do wiarygodnych informacji dotyczących sytuacji ekonomicznej i finansowej kraju dłużniczego ma zasadnicze znaczenie dla zmniejszenia ryzyka i niepewności wśród wierzycieli i inwestorów, a co za tym idzie powstrzymania odpływu zagranicznego kapitału i zapobiegania kryzysom. Bliska współpraca dłużnika z wierzycielami oraz podjęcie wczesnego dialogu może mieć decydujący wpływ zarówno na uniknięcie kryzysu, jak i zahamowanie jego rozwoju, gdyż pozwala odbudować zaufanie inwestorów. Czasami jednak restrukturyzacja długu jest nieunikniona. Wówczas kluczowe znaczenie mają negocjacje dłużnika z wierzycielami prowadzone w dobrej wierze, które powinny pozwolić na odzyskanie zaufania wierzycieli i dostępu do rynku oraz przywrócenie trwałego wzrostu i równowagi w bilansie płatniczym. Warunkiem *sine qua non* osiągnięcia kooperatywnych rozwiązań jest sprawiedliwe traktowanie wszystkich wierzycieli, co w praktyce oznacza, że dłużnik powinien dążyć do

¹⁸ *Towards a Code of Good Conduct on Sovereign Debt Re-negotiation*, Banque de France, January 2003.

¹⁹ *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*, Institute of International Finance, Washington, D.C. March 31, 2005, <http://www.iif.com/emp/principles> (7.01.2008).

uzyskania porównywalnych ulg w spłatach zobowiązań od wszystkich wierzycieli, prywatnych i oficjalnych.

Proces implementacji zasad opiera się na współpracy krajów wschodzących i inwestorów, która odbywa się w ramach Grupy Konsultacyjnej ds. Zasad (*Principles Consultative Group, PCG*). Zapleczem administracyjnym Grupy jest sekretariat Instytutu Finansów Międzynarodowych w Waszyngtonie. PCG składa się z 21 wyższych urzędników ministerstw finansów i banków centralnych z krajów wschodzących oraz przedstawicieli środowiska prywatnego. Grupa Konsultacyjna ocenia postępy krajów emitentów i inwestorów w zakresie implementacji zasad (np. przejrzystość i jakość danych, praktyki komunikowania się z inwestorami), doradza w procesie restrukturyzacji długu oraz zapewnia ciągłe dostosowywanie zasad do zmian zachodzących na międzynarodowych rynkach kredytowych i kapitałowych.

Dwuletnia praktyka w zakresie implementacji zasad (2005–2006) dowodzi, że pomogły one zredukować stopień niepewności rynku, zwiększyły przewidywalność działań dłużników i wierzycieli oraz przyczyniły się do usprawnienia procesu rozwiązywania kryzysów²⁰. Jeśli większa liczba krajów dłużniczych i wierzycieli przyjmie zasady jako „sposób działania”, to można oczekiwać, że staną się one standardem rynkowym, tak jak stały się nim klauzule kontraktowe w ciągu ostatnich kilku lat. Powszechne przyjęcie zasad powinno sprzyjać stabilnym przepływom prywatnego kapitału do krajów wschodzących, przyczynić się do zredukowania ich wrażliwości na kryzysy, a w konsekwencji zmniejszyć częstotliwość i głębokość kryzysów.

5. Podsumowanie

Zapewnienie udziału sektora prywatnego ma podstawowe znaczenie dla efektywnego rozwiązywania kryzysów finansowych w krajach budujących gospodarki rynkowe. Rosnący udział kapitału prywatnego w ogólnym napływie kapitału do krajów wschodzących oraz ograniczone środki finansowe sektora oficjalnego powodują, że sektor prywatny ma decydującą rolę w rozwiązywaniu współczesnych kryzysów finansowych. Również względy efektywności i sprawiedliwości wymagają, aby koszty rozwiązywania kryzysów finansowych były dzielone pomiędzy sektor oficjalny i prywatny, w tym wierzycieli zagranicznych, którzy osiągnęli wysokie zyski z inwestycji w krajach wschodzących i powinni ponieść koszty podejmowanego ryzyka. Wyłączenie *ex ante* sektora prywatnego z rozwią-

²⁰ *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Market. Report on Implementation by the Principles Consultative Group*, Institute of International Finance, Washington, D.C., October 2007, <http://www.iif.com/emp/principles> (7.01.2008).

zywania kryzysów, nie tylko utrudniłoby szybkie i sprawne nimi zarządzanie, ale również zakłócałoby procesy podejmowania ryzykownych decyzji na rynkach finansowych.

Uświadamiając sobie rolę wierzycieli prywatnych w kryzysach finansowych, a zwłaszcza rolę, jaką brak koordynacji działań między nimi odegrał w pogłębianiu negatywnych skutków kryzysów, społeczność międzynarodowa podjęła działania na rzecz szerszego ich włączenia w rozwiązywanie kryzysów. Powstały trzy koncepcje osiągnięcia tego celu: ustawowa, kontraktowa i oparta na zasadach. Rynki zaakceptowały podejście kontraktowe i podejście oparte na zasadach. Podejście kontraktowe polega na włączeniu do międzynarodowych obligacji państwowych klauzul wspólnego działania, które pozwalają kwalifikowanej większości wierzycieli zmienić warunki kontraktów dłużnych w razie powstania trudności płatniczych. Klauzule powinny przyczyniać się do poprawy komunikacji i koordynacji działań między wierzycielami i krajami dłużniczymi, a tym samym usprawnić proces restrukturyzacji zadłużenia. Z kolei przyjęte przez główne kraje wschodzące i wierzycieli sektora prywatnego „Zasady stabilnych przepływów kapitałowych i sprawiedliwej restrukturyzacji zadłużenia rynków wschodzących” powinny zachęcać dłużników i ich wierzycieli do podejmowania działań w dobrej wierze. Sprzyjając nawiązaniu dialogu na wczesnym etapie pojawienia się trudności finansowych, wspomniane zasady mogą przyczyniać się do zapewnienia napływu prywatnego finansowania, co z kolei może zapobiec przekształceniu się kryzysu płynności w kryzys niewypłacalności. Nawiązanie wczesnego dialogu może także ułatwić sprawną restrukturyzację długu.

Podsumowując doświadczenia zebrane w czasie ostatnich kryzysów finansowych, należy zauważyć, że zarządzanie kryzysami miało w znacznym stopniu charakter doraźny (*ad hoc*) i opierało się na podejściu indywidualnym (*case-by-case*). Podejście jednostkowe wywołuje niepewność dotyczącą tego, jakie rozwiązania zastosuje sektor oficjalny do poszczególnych rodzajów kryzysów i może mieć związek z osiągniętymi efektami. W kontekście globalnego dobrobytu rozwiązywanie międzynarodowych kryzysów finansowych jest zbyt kosztowne i trwa zbyt długo. Aby obniżyć koszty zarządzania kryzysami oraz podzielić je bardziej sprawiedliwie pomiędzy wszystkie zaangażowane strony, należałoby zwiększyć przewidywalność procedur postępowania w sytuacjach kryzysowych poprzez jasne sformułowanie *ex ante* zakresu odpowiedzialności poszczególnych stron (dłużników, wierzycieli prywatnych i wierzycieli oficjalnych). W tym kontekście kontynuowanie prac nad poprawą ogólnych zasad rozwiązywania międzynarodowych kryzysów finansowych, pozostaje sprawą ważną.

Literatura

- Chiu M., Gai P., *Private Sector Involvement and International Financial Crises: An Analytical Perspective*, Oxford University Press, USA, April 1, 2005.
- Collective Action Clauses: Recent Developments and Issues*, IMF, March 25, 2003, <http://www.imf.org/external/np/psi/2003/032503.pdf> (7.01.2008).
- Global Development Finance 2006*, World Bank, Washington, D.C. 2006 (wersja elektroniczna, CD-ROM).
- Eichengreen B., *Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts be Reduced?*, Geneva Reports on the World Economy Special Report 1, ICMB, CEPR, Geneva 2000.
- Eichengreen B., Mody A., *Bail-Ins, Bailouts and Borrowing Costs*, „Journal of Econometrics” 2001, vol. 36.
- Dell’Ariccia G., Schnabel I., Zettelmeyer J., *Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test*, „IMF Working Paper” 2002, no. WP/02/181.
- Diaz-Cassou J., Garcia-Herrero A., Molina Sanchez L., *What Kind of Capital Flows does the IMF Catalyze and When?*, „Banco de Espana Research Paper” 2006, no. WP-0617, August 3.
- Evrensel A.Y., Kutun A.M., *Testing Creditor Moral Hazard in Sovereign Bond Markets: A Unified Theoretical Approach and Empirical Evidence*, „William Davidson Institute Working Paper” 2004, no. 665, University of Michigan Business School.
- Krueger A.O., *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF, Washington, D.C., 2002.
- Lane T., Phillips S., *Does the IMF Financing Result in Moral Hazard?*, „IMF Working Paper” 2000, no. WP/00/168.
- Managing Financial Crises in Emerging Market Economy: Experience with the Involvement of Private Sector Creditors*, International Relations Committee Task Force, ECB „Occasional Paper Series” 2005, no. 32.
- Mody A., Saravia D., *Catalyzing Private Capital Flows: Do IMF Supported Programs Work as Commitment Devices?*, „IMF Working Paper” 2003, no. WP/03/100.
- Pawliszyn M., *Restrukturyzacja zadłużenia zagranicznego – koncepcja usprawnienia procesu*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 9.
- Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*, Institute of International Finance, Washington, D.C. March 31, 2005, <http://www.iif.com/emp/principles> (7.01.2008).
- Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Market. Report on Implementation by the Principles Consultative Group*, Institute of International Finance, Washington, D.C., October 2007, <http://www.iif.com/emp/principles> (7.01.2008).
- Progress Report to the International Monetary Fund and Financial Committee on Crises Resolution*, IMF, April 12, 2005, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/041205.pdf> (7.01.2008).
- Report of the G-10 Working Group on the Contractual Clauses*, G-10, 26 September 2002, <http://www.imf.org/external/np/g10/2002/cc.pdf> (7.01.2008).
- Sachs J., *Do we Need an International Lender of Last Resort?*, Frank Graham Lecture at Princeton, Princeton 2002.
- Schwarcz S., *Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach*, „Cornell Law Review” 2000, vol. 85.

- Standard Collective Action Clauses for the Terms and Conditions of Sovereign Notes*, International Primary Market Association, 8 October 2004, <http://www.iif.com/emp/cac> (7.01.2008).
- Taylor J., *Sovereign Debt Restructuring: A US Perspective*, Remarks at the Conference „Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards”, Institute of International Economics, Washington, D.C., 2002.
- Towards a Code of Good Conduct on Sovereign Debt Re-negotiation*, Banque de France, January 2003.
- Zang X., *Testing of Moral Hazard in Emerging Market Lending*, „Institute of International Finance Research Paper” 1999, no. 99–100.

The Role of Private Creditors in Overcoming Financial Crises

Financial crises in economically developing countries in the 1990s revealed the key role that private creditors play when crises begin as well as when they are being fixed. The failure among creditors to coordinate their activities increased the level of foreign capital flowing out of these countries and worsened the damage the crises caused. A lack of cooperation between creditors and debtor countries made it difficult to agree on how debt should be restructured.

To be effective, methods of overcoming future crises must guarantee wider participation of creditors in covering the costs of crises and enable – even require – cooperation between them. The international community has proposed three approaches to addressing the lack of coordination between creditors: statutory, contract and those based on rules of conduct. The markets have accepted the latter two and current practice suggests that both may succeed. If contracts and the rules of conduct agreed upon between economically developing countries and private creditors become the market standard then international solutions to financial crises will be faster, less chaotic and less costly than they have been.