

# Innowacyjne techniki redukcji zadłużenia zagranicznego w Polsce

Sylwia Pangsy-Kania

doktor, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański

## 1. Zastosowanie w Polsce nowych technik redukcji długów zagranicznych

Lata osiemdziesiąte, dzięki wykształceniu się różnego rodzaju transakcji zmierzających do zamiany długu na innego rodzaju zobowiązania finansowe, towary i usługi, przyniosły nadzieję na rozwiązanie polskiego problemu zadłużeniowego, którego główną przyczyną było korzystanie z zagranicznej pomocy kredytowej w latach siedemdziesiątych bez rachunku ekonomicznego.

Najwcześniej przeprowadzoną nową techniką redukcji zadłużenia zagranicznego w Polsce była transakcja *debt for local currency swap*. Przykładem jest część dewizowa amerykańskiego kredytu zbożowego, który został udzielony Polsce w 1981 roku. Kredyt ten był spłacany w złotych polskich i wykorzystany przez USA na sfinansowanie wydatków ambasady amerykańskiej w Warszawie. Podobne rozwiązanie zostało zastosowane wobec kilku kredytów przyznanych Polsce przez rząd b. RFN. Szczególne znaczenie miało porozumienie dotyczące kredytu tzw. Jumbo. Na mocy zawartej umowy ustalono, że kredyt będzie spłacany przez całą dekadę lat dziewięćdziesiątych w polskich złotych, rocznie równowartość 50 mln DEM plus odsetki w wysokości 2,5%, przekazywane Fundacji Współpracy Polsko-Niemieckiej i wydatkowane na wskazane przez nią cele.

Polskie zadłużenie zagraniczne podlegało również zamianie na wpływy z eksportu. Na przykład eksportem polskiego węgla spłacana była niewielka część zobowiązań wobec Austrii. Rządowy kredyt austriacki był spłacany do 1996 roku. Zawarte porozumienia o spłacie polskich długów wobec Libii i Iranu także przewidują *debt for export swap*.

Możliwość konwersji polskiego zadłużenia zagranicznego na wydatki związane z ochroną środowiska — *debt for nature swap* (ekokonwersja) stworzyło porozumienie zawarte z Klubem Paryskim (wierzyciele publiczni) w 1991 roku. Ta innowacyjna technika redukcji zagranicznych długów przyczyniła się do złagodzenia problemu polskiego zadłużenia zagranicznego. Perspektywy spłaty polskiego zadłużenia zagranicznego wobec wierzycieli prywatnych zrzeszonych w Klubie Londyńskim stały się realne dzięki porozumieniu zawartemu w 1994 roku oraz wykorzystaniu transakcji *buy-back* i obligacji Brady'ego.

## 2. Ekokonwersja

Podstawową korzyścią, jaką uzyskała Polska na mocy porozumienia z Klubem Paryskim 21 kwietnia 1991 roku oraz w wyniku realizacji II etapu redukcji zadłużenia zagranicznego, jest znaczne zredukowanie obciążeń płatniczych. Zawarta umowa pozwoliła Polsce wywiązać się ze zobowiązań wobec wierzycieli zrzeszonych w Klubie Paryskim, w początkowym okresie ustalonych na niskim poziomie. Korzyścią porozumienia jest również unormowanie stosunków z krajami wierzycielskimi, co pozwala na uzyskanie przez Polskę nowych kredytów oraz gwarancji.

„Protokół uzgodnień w sprawie redukcji i reorganizacji zadłużenia Rzeczypospolitej Polskiej z Klubem Paryskim” przewiduje dodatkowe możliwości darowania lub zamiany (konwersji) dalszych 10% polskich wierzytelności.

Możliwości dodatkowej redukcji stwarza Polsce zapis art. II 4:

Na zasadzie dobrowolności, rząd każdego uczestniczącego kraju wierzycielskiego lub jego odpowiednia instytucja może sprzedać lub zamienić, w ramach operacji zamiany zadłużenia, kwoty należnych kredytów, pożyczek i konsolidacji, do wysokości 10% właściwego kapitału lub do wysokości 20 milionów dolarów USA, w zależności od tego, która z tych kwot jest wyższa<sup>1</sup>.

Zapis powyższego artykułu wykorzystywany jest przez polski rząd do negocjowania z indywidualnymi krajami wierzycielskimi operacji konwersji zadłużenia zagranicznego. W pierwszych trzech latach obowiązywania umowy starania Polski koncentrowały się na uzyskaniu tzw. ekokonwersji (*debt for nature swap*), czyli wkładu do fundacji Ekofundusz, która dysponuje funduszami pochodzącymi z ekokonwersji w wysokości 500 mln USD. Ekokonwersja to operacja polegająca na zamianie długu na inwestycje związane z ochroną zagrożonego środowiska naturalnego. Ekofundusz jest fundacją ekologiczną powołaną w 1992 roku przez Ministra Finansów do efektywnego zarządzania finansami pochodzącymi z zamiany części zagranicznego długu na wspieranie przedsięwzięć w dziedzinie ochrony środowiska naturalnego. Ekofundusz, dysponując pieniędzmi krajów wierzycielskich, dofinansowuje projekty mające nie tylko istotne znaczenie dla ochrony środowiska w skali regionu czy kraju, ale także wpływające na osiągnięcie celów ekologicznych uznanych za priorytetowe przez społeczność międzynarodową w skali europejskiej, a nawet globalnej [URL].

W przypadku ekokonwersji uzgodniona część płatności, zamiast być przekazywana w dewizach na konto kraju wierzycielskiego, jest przelewana w złotych polskich na konto Ekofunduszu. Z punktu widzenia budżetu obciążenie nie ulega zmianie — wypłacane są takie same kwoty, w tych samych termi-

<sup>1</sup> Dane Ministerstwa Finansów z 1998 roku.

nach. Ekofundusz zasilany jest spłatami kapitału i odsetek. Ważne jest to, że pieniądze pozostają w Polsce, a płatności są regulowane w walucie krajowej.

Wierzyciel, który wyraża zgodę na przeprowadzenie operacji *debt for nature swap*, dysponuje częścią swojej wierzytelności i zyskuje miejsce w radzie nadzorczej Ekofunduszu. Zakupy urządzeń i sprzętu, niezbędnych dla ochrony środowiska naturalnego, z reguły dokonywane są w krajach, które wniosły wkład [Możejko, 1995]. Zadaniem Ekofunduszu jest również ułatwienie transferu na rynek polski najlepszych zagranicznych technologii, a także stymulowanie rozwoju polskiego przemysłu ochrony środowiska. Wspieranie to odbywa się bądź przez finansowanie zakupów całych linii technologicznych w firmie zagranicznej, bądź zakupy części, które mają kluczowe znaczenie dla poprawy skuteczności działania.

Polska występowała o przeznaczenie całej możliwej kwoty, tzn. 10%, ale nie mniej niż 20 mln USD, na Ekofundusz. Propozycję taką przyjęły do tej pory Francja, Szwajcaria i USA. Stany Zjednoczone przeznaczyły na ten cel 10% swoich wierzytelności (367 mln USD) — kwiecień 1992 roku; Szwajcaria 10% (68 mln franków szwajcarskich) — grudzień 1993 roku; Francja 1% swoich wierzytelności (260 mln franków francuskich) — czerwiec 1993 roku. Pod koniec 1997 roku zainteresowanie tą formą redukcji zagranicznego zadłużenia wyraziła Szwecja (6,5 mln USD) i Włochy (32,5 mln USD), a w roku 2000 Norwegia. Na nieco odmiennych zasadach ekokonwersję prowadzi również Finlandia, która związana jest z Polską tzw. umową polsko-fińską. Umowa ta została podpisana w 1991 roku i dotyczy 20 mln USD. Porozumienie polega na zamianie płatności na ekokonwersję poprzez np. dofinansowywanie projektów związanych z ochroną środowiska naturalnego, które są wspólnie uzgodnione przez obie strony.

## Tabela 1.

Główne cechy dotyczące dotacji z Ekofunduszu

Wnioskodawca	<ul style="list-style-type: none"> <li>• władze samorządowe (miejskie lub gminne);</li> <li>• jednostki budżetowe;</li> <li>• podmioty prowadzące działalność gospodarczą;</li> <li>• organizacje społeczne, fundacje itp.</li> </ul>
Przedmiot udzielania pomocy	<p>Projekty inwestycyjne związane z budową instalacji lub urządzeń przyczyniające się do:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• zmniejszenia transgranicznego przenoszenia zanieczyszczeń (dwutlenek węgla, dwutlenek siarki, tlenek azotu);</li> <li>• ograniczenia zanieczyszczenia Morza Bałtyckiego;</li> <li>• ograniczenia emisji gazów szklarniowych oraz eliminacja substancji niszczących warstwę ozonową;</li> <li>• ochrony różnorodności biologicznej (możliwe są również projekty nieinwestycyjne).</li> </ul>

Wykluczenia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• przedsięwzięcia mające na celu rozwiązanie jedynie problemów lokalnych;</li> <li>• wykonanie dokumentacji technicznej, zakup <i>know-how</i>;</li> <li>• obiekty towarzyszące nietechnologiczne (np. budynki administracyjne, warsztaty);</li> <li>• prowadzenie badań i monitoringu zanieczyszczeń, opracowywanie planów i studiów;</li> <li>• drogi i ciągi komunikacji wewnętrznej, ogrodzenia, oświetlenia, zieleń, sieć telefoniczna oraz inne przedsięwzięcia i prace towarzyszące i porządkowe;</li> <li>• konstrukcja i testowanie urządzeń prototypowych.</li> </ul>
Źródła finansowania pomocy	rząd USA, Szwajcarii, Francji, Szwecji, Włoch
Okres dostępności programu	do 2010 roku
Maksymalny okres udzielania pomocy	do negocjacji
Maksymalna kwota pomocy	do negocjacji
Maksymalny udział w finansowaniu całości nakładów	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 20% — dla podmiotów prowadzących działalność gospodarczą;</li> <li>• 30% — dla władz samorządowych i jednostek budżetowych oraz w szczególnych przypadkach dla podmiotów prowadzących działalność gospodarczą;</li> <li>• 50% — dla organizacji pozarządowych oraz w szczególnych przypadkach dla władz samorządowych na przedsięwzięcia z zakresu ochrony przyrody, w których nie można liczyć na zwrot nakładów inwestycyjnych.</li> </ul>
Minimalny udział środków własnych wnioskodawcy	20%
Wymagane procedury zakupów	<ul style="list-style-type: none"> <li>• przetarg międzynarodowy lub krajowy zgodnie z ustawą o zamówieniach publicznych (DzU Nr 76 z 1994 roku);</li> <li>• przetarg na zasadach Ekofunduszu.</li> </ul>
Dodatkowe wymagania	<ul style="list-style-type: none"> <li>• od momentu przyznania środków do momentu podpisania umowy o dotację nie może upłynąć więcej niż 6 miesięcy;</li> <li>• każdy projekt powinien spełniać przynajmniej jeden z wymienionych niżej warunków: <ol style="list-style-type: none"> <li>1) stanowić promocję na rynku nowych technologii lub metod organizacyjnych (instalacje demonstracyjne, uzyskanie efektu mnożnikowego);</li> <li>2) prowadzić do uruchomienia krajowej produkcji proekologicznej oraz stymulować rozwój krajowego przemysłu urządzeń dla ochrony środowiska;</li> <li>3) mieć duże znaczenie dla ochrony zdrowia lub edukacji ekologicznej społeczeństwa.</li> </ol> </li> </ul>

Źródło: [www.mos.gov.pl/przewodnik/013.htm](http://www.mos.gov.pl/przewodnik/013.htm) oraz dane Ekofunduszu z 1998 roku.

Dodatkowa korzyść wynikająca z ekokonwersji polega na tym, że jeśli zakup dokonywany jest ze środków Ekofunduszu, to polski inwestor nie ponosi kosztów celnych ani nie płaci podatku VAT, co wpływa na obniżenie kosztu realizowanej inwestycji.

W czerwcu 1998 roku zarząd Ekofunduszu przyznał ponad 64,5 mln zł na realizację 25 projektów dotyczących ochrony środowiska naturalnego — poprawę stanu zanieczyszczonej gleby, recyding, ochronę atmosfery, ograniczenie zanieczyszczenia Morza Bałtyckiego<sup>2</sup>. Pomimo intensywnych zabiegów ze strony polskiego rządu i samego Ekofunduszu zainteresowanie innych państw wierzyielskich tą formą konwersji jest umiarkowane. Polska czyni starania o dalsze przeprowadzanie takich operacji. Od 17 czerwca 1998 roku projekty do około 500 tys. zł mogą być zatwierdzone przez zarząd Ekofunduszu, a nie przez radę nadzorczą, która spotyka się trzy razy w roku. Powoduje to, że ścieżka dostępu do środków z Ekofunduszu znacznie się skróciła<sup>3</sup>. Do końca 1999 roku Fundusz uczestniczył w realizacji 430 inwestycji. W 1999 roku Ekofundusz rozdysonował 30 mln USD. Kwota ta będzie rosła w kolejnych latach i pod koniec istnienia Funduszu (2010 rok) osiągnie wartość 44 mln USD.

Stosowanie ekokonwersji w rozwiązywaniu problemu zadłużenia zagranicznego powinno wpłynąć na poprawę bilansu płatniczego Polski w przyszłości. Poza tym zamiana długu na inwestycje związane z ochroną środowiska może się stać instrumentem promocji polskiego eksportu.

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

Na mocy przyjętych 10 marca 1994 roku umów Head of Terms, 14 września 1994 roku rząd Rzeczypospolitej Polskiej i wierzyciele z Klubu Londyńskiego podpisali porozumienie w sprawie redukcji i reorganizacji polskiego zadłużenia niegwarantowanego. Porozumienie weszło w życie 27 października 1994 roku — dzień ten nosi nazwę Exchange Date.

Odbywające się jeszcze w 1993 roku rozmowy spowodowały przerwanie trwającego od 1991 roku impasu w rokowaniach Polski z bankami komercyjnymi. W wyniku porozumienia z 1993 roku zostały podpisane trzy ogólne zasady redukcji [Brdulak, 1993]:

- wszystkie rodzaje długów Polski wobec banków komercyjnych mogą być objęte redukcją na warunkach uzgodnionych w późniejszym terminie;
- porozumienie powinno mieć charakter dobrowolny i bazować na dostępnych środkach płatniczych oraz odpowiadać kontraktowym i finansowym porozumieniom wynikającym z porozumienia zawartego z wierzycielami zrzeszonymi w Klubie Paryskim;
- porozumienie ma obejmować transakcje typu *buy-back*, a wpływ na jego kształt powinny mieć przy tym porozumienia zawarte z innymi bankami.

<sup>2</sup> [www.cebd.com/new/env.html](http://www.cebd.com/new/env.html)

<sup>3</sup> Dane Ministerstwa Finansów z 1998 roku.

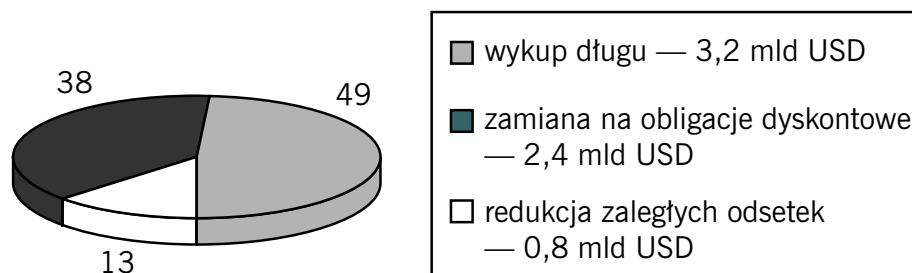
27 października 1994 roku, po uregulowaniu 135 mln USD zaległych płatności oraz umorzeniu 865 mln USD zaległości odsetkowych, dług podlegający redukcji drogą wykupu lub zamiany na nowe instrumenty wynosił 13 528,32 mln USD. Dług podstawowy (RA'88 z umowy z lipca 1988 roku) podlegał<sup>4</sup>:

- a) wykupowi po cenie 41 centów za jednego dolara na kwotę 2935,7 mln USD (w kwocie tej mieści się część — około 0,8 mln USD zaległości odsetkowych związanych z długiem podstawowym) za 1203,6 mln USD;
- b) zamianie na:
  - obligacje o wartości nominalnej pomniejszonej w stosunku do wartości nominalnej konwertowanego długu, tzn. Discount Bonds, na kwotę 5400,39 mln USD; przy dyskoncie 45% redukcja kapitału wyniosła 2430,18 mln USD, a wartość nominalna tych obligacji 2970,21 mln USD;
  - obligacje parytetowe, Par Bonds, w wysokości 929,95 mln USD;
  - Debt Conversion Bonds w wysokości 393,02 mln USD, której to zamianie towarzyszyła dodatkowa emisja New Money Bonds na kwotę 137,56 mln USD (równowartość 35% obligacji konwersyjnych) tworząca nowy dług na potrzeby finansowania kosztów operacji redukcji.

Zobowiązania z tytułu kredytów rewolwingowych (RSTAs) wynoszące 1218,03 mln USD — zarówno kapitał (około 1,1 mld USD), jak i odsetki zostały:

- a) w kwocie 318,19 mln USD wykupione po cenie 38 centów za jednego dolara — za 120,9 mln USD;
- b) w kwocie 899,84 mln USD zamienione na RSTAs Bonds.

W wyniku zawartego porozumienia zadłużenie Polski wobec wierzycieli zrzeszonych w Klubie Londyńskim zmniejszyło się do 8 mld USD — dług zmniejszył się o kwotę 6,4 mld USD<sup>5</sup>.



### Rys. 1.

Zmniejszenie zadłużenia Polski wobec wierzycieli komercyjnych na kwotę 6,4 mld USD

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Nowakowski 1997, s. 133].

Opcja wykupu, czyli transakcja *buy-back*, przeprowadzona została w następujący sposób: strona polska „odkupiła” od swoich wierzycieli należną im

<sup>4</sup> Dane Ministerstwa Finansów.

<sup>5</sup> Por.: [Sokołowska, 1995, s. 11].

wielkość długu. Odbyło się to z odpowiednim dyskontem, które wynosiło 59% dla kapitału i odsetek objętych umową restrukturyzacyjną DDRA 1988, a dla kapitału i płatności odsetkowych od umów rewolwingowych 1983 i 1984 dyskonto wynosiło 62%. W praktyce oznaczało to, że wierzyciel za 1 USD należnych mu płatności kapitałowych i odsetkowych otrzymywał odpowiednio 41 lub 38 centów. W dniu Exchange Date kwoty długu zgłoszone przez wierzycieli, a nie potwierdzone przez odpowiednich agentów RSTA (umowa rewolwingowa) 1983 i 1984 oraz DDRA (umowa restrukturyzacyjna) 1988 zostały wykupione poprzez zdeponowanie przez Closing Agent (Citibank N.A.) na specjalnym oprocentowanym rachunku zablokowanym w Bank of England w Londynie (Escrow Account) odpowiednich kwot w gotówce. Rachunek był utrzymywany do dnia przypadającego nie później niż 160 dni od Exchange Date (Escrow Release Date). W okresie między Exchange Date a Escrow Release Date agenci RSTA 1983 i 1984 oraz DDRA 1988 i wierzyciele ustalili stany zadłużenia Polski wobec tych wierzycieli. W sytuacji gdyby agenci i wierzyciele nie osiągnęli porozumienia w tej kwestii do dnia przypadającego nie później niż 60 dni przed Escrow Release Date, ostateczna decyzja w tej sprawie należała w drodze arbitrażu do Londynu. W dniu Escrow Release Date, na podstawie ostatecznych ustaleń, nastąpiło przekazanie kwot zdeponowanych na Escrow Account<sup>6</sup>.

#### 4. Obligacje Brady'ego na rynku długów

Długie negocjacje prowadzone pomiędzy Polską a wierzycielami zrzeszonymi w Klubie Londyńskim doprowadziły do uregulowania sprawy polskich zobowiązań w 1994 roku. Banki komercyjne mogły dokonać wyboru między wykupem przez Polskę części długu za gotówkę (transakcje *buy-back*) a wymianą na kilka rodzajów nowych obligacji. Dokładne opcje sformułowane zostały w Financial Proposals z dnia 23 maja 1994 roku. Umowa o redukcji i reorganizacji polskiego zadłużenia zagranicznego wobec wierzycieli z Klubu Londyńskiego została podpisana 14 września 1994 roku.

Koszty wdrażania umowy z Klubem Londyńskim poniesione przez Polskę w wyniku wykupu części długu oraz konwersji pozostałej części na nowe instrumenty — obligacje Brady'ego, sięgnęły około 2 mld USD i nie obciążły budżetu w znaczący sposób. Budżet korzystał z finansowania krajowego — zaciągając kredyty w NBP na kwotę równowartości 1340 mln USD, oraz z finansowania zagranicznego — zaciągając kredyty w Banku Światowym, a także uzyskując 137,6 mln USD od wierzycieli komercyjnych, którzy wybrali opcję New Money. NBP kredytował operację wdrożenia porozumienia Polski z wierzycielami Klubu Londyńskiego w wysokości 440 mln USD z rezerw dewizowych i w wysokości 900 mln USD z pożyczek uzyskanych z MFW. Zobowiązania powstałe na skutek zaciągania kredytów przez NBP w MFW wykazywane są

<sup>6</sup> Por.: [Nowakowski, 1997, s. 128].

w sprawozdawczości finansowej jako składnik zadłużenia zagranicznego. Jednocześnie nastąpiły zmiany w strukturze polskiego długu publicznego, polegające na transformacji części zadłużenia zagranicznego budżetu w zadłużenie wewnętrzne. Do połowy listopada 1994 roku budżet przekazał do NBP dwie serie obligacji skarbowych na pozyskanie środków przeznaczonych na realizację porozumienia z Klubem Londyńskim (wielkość pierwszej emisji 11,3 bln zł, drugiej emisji 5,1 bln zł). Nabyty przez Polskę collateral za około 0,6 mld USD stanowi należność Polski i może być traktowany jako rodzaj przedpłaty z tytułu zadłużenia wobec wierzycieli zrzeszonych w Klubie Londyńskim — pomniejszając wartość netto zadłużenia [Sokołowska, 1995, s. 12–13].

Pozostały po wykupieniu za gotówkę polski dług został zamieniony na sześć rodzajów obligacji wyemitowanych w dniu 27 października 1994 roku, określanych jako polskie obligacje typu Brady’ego. Wierzyciele chcący skorzystać z opcji zamiany na obligacje mogli uczynić to na następujących warunkach [Nowakowski, 1997, s. 131–132]:

- Kapitał należny w ramach porozumienia DDRA 1988 w wielkości pozostałej po operacji wykupu zostanie zamieniony — według uznania poszczególnych wierzycieli — na obligacje Discount Bonds, Par Bonds lub Debt Conversion Bonds; zamiana na obligacje Discount Bonds następuje z 45% dyskontem; wierzyciele, którzy wybrali zamianę na Debt Conversion Bonds zobowiązani są dodatkowo do wykupienia obligacji New Money Bonds w wysokości równej 35% kwoty zgłoszonej przez wierzyciela tej opcji;
- Płatności odsetkowe należne w ramach DDRA 1988 w wielkości pozostałej po operacji wykupu zostaną zamienione na obligacje Past Due Interest Bonds, pod warunkiem, że dany wierzyciel również dla płatności kapitałowych wybrał opcję zamiany na obligacje;
- Płatności kapitałowe i odsetkowe należne w ramach porozumień RSTA 1983 i 1984 w wielkości pozostałej po operacji wykupu zostaną zamienione na RSTA Bonds.

Polские obligacje Brady’ego są denominowane w dolarach USA, a nominal ustalono na 250 000 USD lub wielokrotność tej kwoty z zastrzeżeniem, że umowy agencyjne mogą określić tę wielkość inaczej. Agentem całej emisji (Fiscal Agent) jest Citibank N.A. z Nowego Jorku na podstawie umów agencyjnych z dnia 14 września 1994 roku.

Operacja emisji polskich obligacji Brady’ego przebiegała w sposób podobny do operacji *buy-back*. W dniu Exchange Date (27 października 1994 roku) zostały wyemitowane wszystkie rodzaje obligacji Brady’ego. Discount Bonds, Par Bonds, RSTA Bonds oraz Past Due Interest Bonds zostały wyemitowane w dwóch odmianach obligacji przejściowych i właściwych — podczas gdy Debt Conversion Bonds i New Money Bonds tylko w odmianie obligacji właściwych. Obligacje przejściowe zostały wystawione na kwoty długu w wielkości zgłoszonej przez wierzycieli, lecz nie potwierdzonej przez odpowiednich agentów umów RSTA 1983 i 1984 oraz DDRA 1988. Zostały one zdeponowane przez Fiscal Agent na specjalnym, zablokowanym rachunku w Londynie (Escrow Ac-



count). Rachunek ten był utrzymywany do dnia przypadającego nie później niż 160 dni od Exchange Date (Escrow Release Date). W okresie pomiędzy Exchange Date a Escrow Release Date trwało pomiędzy odpowiednimi agentami RSTA 1983 i 1984 oraz DDRA 1988 oraz wierzycielami komercyjnymi ustalanie stanu zadłużenia Polski wobec tych wierzycieli. W przypadkach, gdy wierzyciele i agenci nie byli w stanie dojść do porozumienia w terminie nie późniejszym niż 60 dni przed Escrow Release Date, ostateczna decyzja została rozwiązana w Londynie w drodze arbitrażu. W dniu Escrow Release Date wszystkie obligacje przejściowe zostały umorzone, a kwota obligacji właściwych została odpowiednio zwiększona o kwoty wyliczone na podstawie ostatecznie ustalonych kwot zadłużenia Polski.

Zawarte przez Polskę porozumienie z Klubem Londyńskim dało możliwość konwersji długu na udziały kapitałowe, inwestycje lub akcje w Polsce. Klauzula ta dotyczy posiadaczy obligacji Brady'ego, którzy będą mogli zamienić obligacje Brady'ego na akcje wymienionych przez rząd przedsiębiorstw, którymi mają być firmy zlokalizowane w regionach o wysokim bezrobociu.

Obligacje na realizację umów zawartych z bankami komercyjnymi zrzeszonymi w Klubie Londyńskim w sprawie redukcji i reorganizacji zadłużenia Polski określa akt prawny, jakim jest zarządzenie nr 78 Ministra Finansów z dnia 26 października 1994 roku<sup>7</sup>. Rozdział pierwszy zarządzenia to przepisy ogólne, rozdziały od drugiego do siódmego charakteryzują poszczególne obligacje typu Brady'ego wyemitowane przez Polskę w ramach realizacji umowy o redukcji zadłużenia wobec wierzycieli zrzeszonych w Klubie Londyńskim.

Polskie obligacje typu Brady'ego zostały zarejestrowane na giełdzie w Londynie i są przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym (OTC Market)<sup>8</sup>. Wśród obligacji Brady'ego czterema handluje się na giełdzie:

- zabezpieczone obligacje z dyskontem;
- zabezpieczone obligacje parytetowe;
- zabezpieczone obligacje z tytułu kredytów rewolwingowych;
- obligacje za zaległe odsetki.

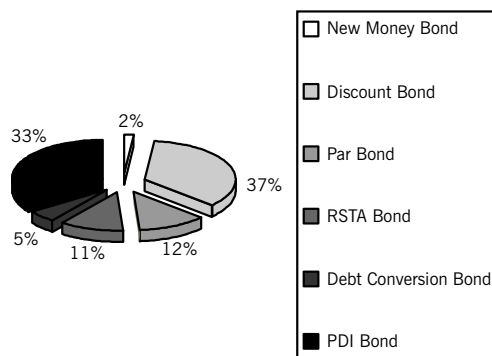
Polski rząd dokonał operacji wykupu obligacji Brady'ego w 1997 roku na kwotę 1,7 mld USD oraz w roku 1998 na kwotę 750 mln USD.

Zabezpieczone obligacje z tytułu konwersji zadłużenia i zabezpieczone obligacje na nowe kredyty są obligacjami niepiętnymi — obrót nimi nie występuje na rynku wtórnym. Polskie obligacje typu Brady'ego są poszukiwanymi instrumentami na rynku kapitałowym. W roku 2000 wartość polskich obligacji Brady'ego została oszacowana na 5,3 mld USD<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Na podstawie art. 6 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 29 grudnia 1982 r. o urzędzie Ministra Finansów oraz urzędach i izbach skarbowych (DzU z 1994 r. nr 106, poz. 511), art. 40 ust. 1 pkt 2 ustawy z dnia 5 stycznia 1991 r. Prawo budżetowe (DzU z 1993 r. nr 72, poz. 344; z 1994 r. nr 76, poz. 344) oraz art. 6 ust. 1 pkt 5 i art. 7 ustawy budżetowej na rok 1994 z dnia 25 marca 1994 r. (DzU nr 52, poz. 209).

<sup>8</sup> Por.: *Skarbowe papiery wartościowe. Charakterystyka I kwartał 1997*, Ministerstwo Finansów — Departament Długu Publicznego, s. 27.

<sup>9</sup> Dane Ministerstwa Finansów z 2000 roku.



**Rys. 2.**

**Struktura polskich obligacji Brady'ego**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

#### 4.1. Zabezpieczone obligacje dyskontowe (*Collateralized Discount Bonds*)

Obligacje tego rodzaju<sup>10</sup> zostaną wykupione jednorazowo po upływie 30 lat od daty emisji. Odsetki naliczane są na bazie 365/360 dni półrocznie z dołu. Pierwsza płatność przypada 6 miesięcy po dniu emisji, tzn. 27.04.1995 r. Następne płatności dokonywane są w odstępach półrocznych, licząc od daty poprzedniej płatności do czasu całkowitej spłaty kredytu.

Kwota zadłużenia:

2970,21 mln USD

Cena emisyjna:

100% wartości nominalnej

Spłata kapitału:

Jednorazowa w dniu 27 października 2024 roku, zabezpieczona zdeponowanymi przez Polskę na rachunku specjalnym (zablokowanym) w Federal Reserve Bank of New York, 30-letnimi obligacjami Skarbu Stanów Zjednoczonych<sup>11</sup>. Warunkiem jest, aby wartość nominalna zerokuponowych obligacji skarbowych nie była wyższa niż przypadająca do zapłaty kwota Discount Bonds (to samo dotyczy Par Bonds i RSTA Bonds), natomiast termin ich zapadalności nie może być krótszy niż do 27 października 2024 roku.

<sup>10</sup> Dane Ministerstwa Finansów z 1998 roku.

<sup>11</sup> Obligacje z terminem wykupu przypadającym na 2024 r. oraz cały ich kapitał, który ma być wykupiony w jednej racie również w 2024 r., otrzymały zabezpieczenie kapitałowe w formie obligacji zerokuponowych (bezkuponowych). Polska wykupiła te obligacje i złożyła na zablokowanym rachunku Rezerwy Federalnej. Nie mogą one być podjęte tak długo, jak długo istnieją na rynku finansowym obligacje, dla których pakiet obligacji bezkuponowych stanowi zastaw. Zakup obligacji bezkuponowych był wymogiem wierzycieli w celu uzyskania gwarancji zwrotu pieniędzy. Wartość nominalna tych obligacji wynosi 3 mld 36 mln USD — dane Ministerstwa Finansów z 1999 roku.

Oprocentowanie:

- 6-miesięczny LIBOR powiększony o marżę 13/16% w skali roku;
- oprocentowanie w okresie od 28 października 1996 roku do 27 października 1997 roku — 6,5%.

#### 4.2. Zabezpieczone obligacje parytetowe (*Collateralized Par Bonds*)

Obligacje te<sup>12</sup> podlegają jednorazowemu wykupowi po trzydziestu latach od dnia emisji. Odsetki od zabezpieczonych obligacji parytetowych naliczane są według zmiennej stopy procentowej. Odsetki w przypadku *Collateralized Par Bonds* wymagane są w dniach 27 kwietnia i 27 października każdego roku do czasu całkowitej spłaty kredytu.

Kwota zadłużenia:

929,95 mln USD

Cena emisyjna:

100% wartości nominalnej

Spłata kapitału:

Jednorazowa w dniu 27 października 2024 roku, zabezpieczona zdeponowanymi przez Polskę na rachunku specjalnym (zablokowanym) w Federal Reserve Bank of New York, obligacjami Skarbu Stanów Zjednoczonych.

Oprocentowanie:

Lata	Stawka oprocentowania
Rok 1 i 2	2,75%
Lata 3 do 5	3,00%
Rok 6	3,50%
Lata 7 do 9	3,75%
Lata 10 do 20	4,00%
Lata 21 do 30	5,00%

- oprocentowanie w okresie od 28 października 1996 roku do 27 października 1997 roku — 3,00%.

#### 4.3. Zabezpieczone obligacje za zadłużenie z tytułu kredytów rewolwingowych (*Collateralized Revolving Short-Term Agreement [RSTA] Bonds*)

Wykup obligacji<sup>13</sup> ma nastąpić jednorazowo w 30 lat po dniu emisji. Płatności odsetkowe w przypadku *Collateralized Revolving Short-Term Agree-*

<sup>12</sup> Dane Ministerstwa Finansów z 1998 roku.

<sup>13</sup> Dane Ministerstwa Finansów z 1998 roku.

ment Bonds wymagane są w dniach 27 kwietnia i 27 października każdego roku do czasu całkowitej spłaty kredytu.

Kwota zadłużenia:

899,84 mln USD

Cena emisyjna:

100% wartości nominalnej

Spłata kapitału:

Jednorazowa w dniu 27 października 2024 roku, zabezpieczona zdeponowanymi przez Polskę na rachunku specjalnym w Federal Reserve Bank of New York, obligacjami Skarbu Stanów Zjednoczonych.

Oprocentowanie:

Lata	Stawka oprocentowania
Rok 1 i 2	2,75%
Rok 3	3,25%
Rok 4	3,75%
Lata 5 do 6	4,00%
Rok 7	4,25%
Lata 8 do 9	4,50%
Lata 10 do 20	4,75%
Lata 21 do 30	5,00%

- oprocentowanie w okresie od 28 października 1996 roku do 27 października 1997 roku — 3,25%.

#### 4.4. Obligacje za zaległe odsetki (*Past Due Interest Bonds*)

Wykup tych obligacji<sup>14</sup> będzie się odbywał w 27 półrocznych ratach. Na spłaty rat kapitałowych ustalony został siedmioletni okres karencji. Odsetki w przypadku *Past Due Interest Bonds* płacone są w dniach 27 kwietnia i 27 października każdego roku do czasu całkowitej spłaty kredytu.

Kwota zadłużenia:

2672,7 mln USD

Cena emisyjna:

100% wartości nominalnej

Spłata kapitału:

Następuje w 27 półrocznych ratach, które rosną stopniowo od 1% do 7%. Pierwsza spłata nastąpi w dniu 27 października 2001 roku. Ostateczny termin wykupu obligacji przypada w 20 lat po dniu emisji (27 października 2014 roku).

- raty 1 do 3 — 1% wartości nominalnej obligacji;
- raty 4 do 6 — 2% wartości nominalnej obligacji;

<sup>14</sup> Dane Ministerstwa Finansów z 1998 roku.

- raty 7 do 17 — 3% wartości nominalnej obligacji;
- raty 18 do 23 — 5% wartości nominalnej obligacji;
- raty 24 do 27 — 7% wartości nominalnej obligacji.

Oprocentowanie:

Lata	Stawka oprocentowania
Rok 1	3,25%
Rok 2	3,75%
Lata 3 i 4	4,00%
Rok 5	5,00%
Lata 6 do 8	6,00%
Lata 9 do 20	7,00%

- oprocentowanie w okresie od 28 października 1996 roku do 27 października 1997 roku — 4,00%.

#### 4.5. Obligacje z tytułu konwersji zadłużenia (*Debt Conversion Bonds*)

Wykup pierwszej raty, z zaplanowanych jedenastu, nastąpi w 2014 roku, następne raty będą płatne w półrocznych odstępach. Termin spłaty ostatniej raty przypada w 25 lat od dnia emisji. Odsetki w przypadku Debt Conversion Bonds<sup>15</sup> wymagane są w dniach 27 kwietnia i 27 października każdego roku do czasu całkowitej spłaty kredytu.

Kwota zadłużenia:

393,0 mln USD

Cena emisyjna:

100% wartości nominalnej

Spłata kapitału:

Następuje w 11 równych, półrocznych ratach. Pierwsza płatność nastąpi 27 października 2014 roku, ostatnia 27 października 2019 roku.

Oprocentowanie:

Lata	Stawka oprocentowania
Rok 1	4,50%
Lata 2 do 4	5,00%
Lata 5 do 9	6,00%
Rok 10	7,00%
Lata 11 do 25	7,51%

- oprocentowanie w okresie od 28 października 1996 roku do 27 października 1997 roku — 6,00%.

<sup>15</sup> Dane Ministerstwa Finansów z 1998 roku.

#### 4.6. Obligacje na nowe kredyty (*New Money Bonds*)

Obligacje te<sup>16</sup> będą spłacane w 11 półrocznych ratach. Pierwsza rata — 27 października 2001 roku, a ostatnia 27 października 2014 roku. Pierwsza płatność odsetek przypada 6 miesięcy od dnia emisji, tzn. 27.04.1995 r. Następne płatności dokonywane są w odstępach półrocznych, licząc od daty poprzedniej płatności do czasu całkowitej spłaty kredytu.

Kwota zadłużenia:

137,56 mln USD

Cena emisyjna:

100% wartości nominalnej

Spłata kapitału:

Następuje w 11 równych, półrocznych ratach. Pierwsza płatność nastąpi w dniu 27 października 2004 roku, ostatnia 27 października 2009 roku.

Oprocentowanie:

- 6-miesięczny LIBOR powiększony o marżę 13/16%;
- oprocentowanie w okresie od 28 października 1996 roku do 27 października 1997 roku — 6,50%.

#### 5. Dlaczego w Polsce nie wykorzystano *debt for equity swap*?

Za pomocą operacji *debt for equity swap* kraj zadłużony może próbować realizować cztery cele:

- przyciągnięcie inwestycji zagranicznych;
- redukcję długu zagranicznego;
- przyciągnięcie z powrotem do kraju pewnej części kapitałów, które uciekły za granicę;
- wzrost ceny długu kraju dłużniczego na rynku wtórnym.

W przypadku Polski program zamiany długów na udziały kapitałowe mógłby koncentrować się na przyciągnięciu inwestycji zagranicznych. Pozostałe cele, w przypadku zastosowania operacji DES, dawałyby bardzo ograniczone efekty lub byłyby nieopłacalne<sup>17</sup>.

Po pierwsze, możliwość redukcji zagranicznych długów Polski poprzez zastosowanie operacji *debt for equity swap* jest ograniczona. Znaczącą redukcję zadłużenia za pomocą tej techniki uzyskało Chile, które w połowie lat osiemdziesiątych nie miało żadnej alternatywnej opcji dla zredukowania swoich długów wobec banków komercyjnych. Inne kraje dłużnicze, które zawarły porozumienia z bankami wierzycielskimi w ramach planu Brady'ego, uzyskały redukcje długu w skali na ogół nieosiągalnej za pomocą samych tylko transakcji *debt for equity swap*, np. Wenezuela, Meksyk. Redukcja długu o 50% uzyskana przez Polskę<sup>18</sup> od Klubu Paryskiego znacznie przekroczyła redukcję zadłu-

<sup>16</sup> Dane Ministerstwa Finansów z 1998 roku.

<sup>17</sup> Por.: [Małecki, 1994, s. 18].

<sup>18</sup> Podobną redukcję uzyskał tylko Egipt.

żenia możliwą do uzyskania przy zastosowaniu operacji DES. Również inne instrumenty stosowane w ramach planu Brady'ego: *buy-back*, obligacje o obniżonym oprocentowaniu, obligacje o obniżonym nominale, z reguły pozwalają dłużnikowi na przechwycenie znacznie większej części dyskonta, z jakim dług notowany jest na rynku wtórnym, niż w przypadku stosowania operacji *debt for equity swap*<sup>19</sup>. Po drugie, ucieczka kapitałów nie stanowi w Polsce tak poważnego problemu, aby potrzebny był specjalny program *debt for equity swap* mający na celu przyciągnięcie ich z powrotem. Po trzecie, wpływ programu *debt for equity swap* na cenę długu na rynku wtórnym nie jest tak znaczny, aby ten argument mógł stanowić główny powód wprowadzenia konwersji. Po czwarte, wątpliwości budzi zastosowanie transakcji *debt for equity swap* dla przyciągnięcia kapitału zagranicznego. Do grudnia 2000 roku bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce osiągnęły wartość około 40 mld USD. Napływały one do Polski na „normalnych” zasadach. Inwestorzy zagraniczni z pewnością skłonni byłiby inwestować więcej na warunkach stwarzanych przez program *debt for equity swap*. Inwestycje zagraniczne napływające do Polski na preferencyjnych warunkach indukowałyby dalszy napływ kapitału zagranicznego już na zasadach niewykorzystujących DES.

Z zastosowaniem w praktyce polskiej programu *debt for equity swap* wiązałyby się kwestia finansowania, czyli wykupu długu zagranicznego, co wiąże się z wadą przeprowadzanych operacji konwersji w postaci presji inflacyjnej oraz nieuzasadnionego subsydiowania inwestycji zagranicznych. Jednym z rozwiązań mogłaby być emisja specjalnych obligacji skarbowych. Istnieje tu jednak niebezpieczeństwo wzrostu stóp procentowych, a ponadto konieczność zamiany długu zagranicznego o odległych terminach spłaty i stosunkowo niskim koszcie obsługi na dług wewnętrzny o znacznie krótszych terminach spłaty i wyższych kosztach obsługi.

Zbyt wiele wątpliwości związanych z wprowadzeniem programu *debt for equity swap* spowodowało, że Polska nie skorzystała z możliwości redukcji zadłużenia zagranicznego przy wykorzystaniu tej innowacyjnej techniki redukcji długów zewnętrznych [Małecki, 1994, s. 26–38]. W najbliższej przyszłości również nie znajduje zasadności wprowadzenie programu DES.

Szansa na wcześniejszy wykup zadłużenia zagranicznego pojawiła się w Ministerstwie Skarbu Państwa w 1999 roku w związku z wyższymi od zaplanowanych dochodami z prywatyzacji. Możliwość wykupu zagranicznego długu Polski jest prawnie ograniczona i występuje tylko w przypadku obligacji Brady'ego. Przeznaczenie dewiz z prywatyzacji na wcześniejszy wykup obligacji Brady'ego nie wpływałoby na destabilizację polskiego rynku — nie powoduje

---

<sup>19</sup> Niektóre kraje dłużnicze starają się przechwycić jak największą część dyskonta w ramach DES poprzez stosowanie wobec inwestorów zagranicznych mniej korzystnego dla nich kursu walutowego czy też wymianę wierzytelności zagranicznych na walutę krajową z dużym dyskontem lub ustalonym z góry albo wynikającym z przeprowadzonych aukcji praw do konwersji długu. Takie podejście ogranicza jednak skalę dokonywanych transakcji DES oraz możliwość osiągania pozostałych celów programu.

wzrostu podaży pieniądza, wzrostu inflacji, nie występują różnice kursowe i ryzyko aprecjacji złotówki. Poza tym zredukowanie zadłużenia zagranicznego wpływa na zwiększenie wiarygodności Polski wobec zagranicy.

Zgodnie z przyjętymi harmonogramami zwrot długów wobec Klubu Paryskiego ma być zakończony w 2014 roku, wobec Klubu Londyńskiego w 2024 roku. Konstrukcja umów zawartych z wierzycielami zrzeszonymi w Klubie Paryskim i Klubie Londyńskim wymaga od Polski terminowości dokonywanych spłat.

## Tabela 2.

Harmonogram obsługi zadłużenia zagranicznego Polski wobec Klubu Paryskiego i Klubu Londyńskiego w latach 1998–2004 (w mln USD)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Klub Paryski</b>							
Kapitał	314,85	435,62	628,76	952,94	1385,19	1839,19	2357,92
Odsetki	665,09	656,06	643,92	626,57	602,35	572,62	532,80
Razem	979,94	1091,68	1272,68	1579,51	1987,54	2411,81	2890,72
<b>Klub Londyński</b>							
Kapitał	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Odsetki	400,00	400,00	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00
Razem	400,00	400,00	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00

Źródło: dane Banku Handlowego i Ministerstwa Finansów z 1998 roku.

Ustalony harmonogram spłaty zadłużenia zagranicznego, który wykorzystuje nowe techniki redukcji zagranicznych długów, ma na celu stworzenie polskiej gospodarce czasu na rozwój potencjału eksportowego, przyciągnięcie na większą skalę inwestycji zagranicznych, dopasowanie strukturalne umożliwiające Polsce integrację ze strukturami europejskimi. Umowy zawarte z Klubem Paryskim i Klubem Londyńskim stworzyły Polsce szansę wyjścia z problemu zadłużeniowego, stanowiącego barierę wzrostu gospodarczego, jednak wiąże się to z dużym obciążeniem dla gospodarki.

## Bibliografia

- Brdulak H., 1993, *Nadzieje na porozumienie z Klubem Londyńskim*, „Rynki Zagraniczne”, 13.05.
- Małecki W., 1994, *Prospects for debt equity conversions in Poland*, Working Papers No. 41, Instytut Finansów, Warszawa.
- Możejko E., 1995, *Życie z długiem*, „Życie Gospodarcze” nr 15.
- Nowakowski J., 1997, *Zobowiązania Polski wobec Klubu Londyńskiego*, SGH Warszawa, „Studia Praca” nr 4.



Sokołowska B., 1995, *Obciążenia polskiej gospodarki zadłużeniem zagranicznym, efekty negocjacji z Klubem Paryskim i Londyńskim*, Instytut Nauk Ekonomicznych, PAN, Warszawa.

URL: [umg.gdansk.gda.pl/serwis/HEROLD/her58/ekofundu.htm](http://umg.gdansk.gda.pl/serwis/HEROLD/her58/ekofundu.htm)

**A b s t r a c t** **Innovational Technics of Foreign Debt Reduction in Poland**

A

Foreign debt, although it arose in Poland in the seventies, leading as a result to the debt trap, is a factor which must be taken into consideration both in decision-making concerning current economic policy and in the construction of a long-term strategy of the development of Poland. The subject of the article are the Polish foreign obligations to the creditors associated in the Paris Club and London Club.

In order to solve the debt problem in 1981 Poland undertook lasting several years negotiations with the creditors associated in the Paris Club and London Club. Breakthrough moments in the conducted restructuring talks were: April 1991 with the Paris Club and March 1994 with the London Club. The agreements concluded with the creditors from both clubs caused a reduction of the Polish foreign debt by about 9.7 billion USD in 1994.

In accordance with the accepted schedules the return of the debts to the Paris Club is to be finished in the year 2009; a small payment is due in the year 2014, whereas to the London Club in the year 2024. The established schedule of payment of the foreign debt which utilizes new techniques of reduction of foreign debts (debt for nature swap, Brady Bonds, buy-back) has as its purpose the creation of time for the Polish economy to develop the export potential, attract foreign investments on a larger scale and to structurally adapt making possible the integration of Poland with the European structures.