

*Postępowanie upadłościowe dla suwerennych
dłużników: mechanizmy i instytucjonalizacja*

KARINA JĘDRZEJOWSKA

Zadłużenie publiczne oraz – niekiedy spektakularne – bankructwa państw stanowią istotne zagrożenie dla stabilności międzynarodowego systemu finansowego. W ostatnich dekadach zarówno w państwach rozwijających się, jak i tych rozwiniętych, miało miejsce szereg kryzysów zadłużeniowych oraz następujących po nich procesów restrukturyzacji zadłużenia publicznego. Biorąc pod uwagę obecne problemy m.in. Grecji, Argentyny czy wielu gospodarek afrykańskich trudno uznać, aby problemy wynikające z zadłużenia państw mogły zostać w najbliższej przyszłości wyeliminowane.

Mimo że zadłużenie suwerennych podmiotów wykazuje szereg cech wspólnych z zadłużeniem sektora prywatnego, pomiędzy dwoma rodzajami dłużników istnieją znaczące różnice. Uwidoczniają się one przede wszystkim w sytuacji niewypłacalności dłużnika. W przeciwieństwie do upadłości podmiotu prywatnego, w sytuacji bankructwa suwerennego podmiotu jego wierzyciele pozbawieni są instytucjonalnych mechanizmów ochrony swoich praw¹. Jeśli państwo pożycza środki (od podmiotów krajowych lub zagranicznych), zobowiązuje się równocześnie do ich spłaty wraz z odsetkami zgodnie z określonym harmonogramem. Jednak istnieje (niekiedy dość wysokie) prawdopodobieństwo, że suwerenny dłużnik nie dotrzyma umowy z powodu braku zdolności lub chęci do spłaty zadłużenia².

Brak wyspecjalizowanego reżimu upadłościowego dla suwerennych dłużników znacznie ogranicza możliwość dochodzenia roszczeń przez wierzycieli. W największym skrócie wiąże się to z faktem, że suwerenny podmiot nie może zostać postawiony przed sądem, chyba że wyrazi na to zgodę³. Ponadto jedynie niewielki odsetek aktywów suwerennych państw znajduje się poza ich granicami, a państwa rzadko są skłonne przekazać swoje aktywa wierzycielom. Z tego powodu zadłużenie państw – w przeciwieństwie do zadłużenia sektora prywatnego – należy uznać za w znacznym stopniu niezabezpieczone⁴.

Niemniej przez stulecia państwa zadłużały się, spłacały zadłużenie oraz istniało wiele podmiotów skłonnych udzielić im pożyczek. Oznacza to, że pomimo braku formalnych mechanizmów upadłościowych, istnieją mechanizmy wymuszające spłatę zobowiązań przez suwerennych dłużników. W zdecydowanej większości przypadków państwa starają się wywiązywać ze swoich zobowiązań w tym zakresie, a epizody niewypłacalności zazwyczaj kończą się porozumieniem między suwerenem a jego wierzycielami. Czynnikiem wpływającym na spłatę zadłużenia przez państwa jest fakt, iż koszty związane z bankrutstwem zwykle znacznie przewyższają ewentualne korzyści wynikające z ogłoszenia upadłości. Ponadto kolejne kryzysy zadłużeniowe doprowadziły do wykształcenia się specyficznych mechanizmów renegocjacji i restrukturyzacji zadłużenia. W praktyce mechanizmy te można przyrównać do swoistego reżimu upadłościowego opartego na prawie zwyczajowym. Stopień zaawansowania niektórych z nich pozwala nawet na stwierdzenie, że można mówić o międzynarodowym reżimie upadłościowym *in statu nascendi*. Jednak w związku z eskalacją problemów z obsługą zadłużenia przez suwerenne podmioty, pozostaje pytanie na ile obecne mechanizmy pozostaną skuteczne i czy możliwe jest stworzenie formalnych regulacji w tym zakresie.

Celem tego artykułu jest przedstawienie podstawowych zagadnień związanych z problemami wynikającymi z braku obsługi zadłużenia przez suwerenne państwa. Dalsza część opracowania ma następującą strukturę. Na początku omówione zostanie wprowadzenie do teorii zadłużenia publicznego i niewypłacalności państwa. Następnie przedstawiono koszty upadłości jako podstawowy czynnik zapobiegający bankrutstwu państw. W dalszej kolejności dokonano przeglądu technik restrukturyzacji zadłużenia oraz przedstawiono mechanizmy ułatwiające ten proces i działania na rzecz jego zinstytucjonalizowania. Artykuł kończy przegląd wniosków z dokonanej analizy oraz próba prognozy dalszych przemian w międzynarodowym systemie finansowym w zakresie niewypłacalności państw⁵.

Pojęcie i przyczyny upadłości państwa

Podstawową przyczyną prowadzącą bezpośrednio do „bankrutstwa” państwa są problemy z obsługą zadłużenia. Wspólnym mianownikiem większości problemów płatniczych państw jest przekraczanie limitu dostępnych środków i finansowanie deficy-

tów przez różnego rodzaju instrumenty dłużne. Gdyby wydatki rządów nie były większe od ich dochodów problem upadłości państwa by nie istniał. Mimo to, od wielu stuleci – pomijając nieznaczące wyjątki – nie ma państw bez długów. Co więcej, wiele państw wielokrotnie doświadczyło problemów płatniczych, a zaciąganie pożyczek uznaje się za niezbędne narzędzie polityki gospodarczej⁶.

Państwa wykorzystują kapitał dłużny na realizację swoich celów, w tym na finansowanie szeroko rozumianego rozwoju gospodarczego. Wobec niewystarczających środków krajowych suwerenne podmioty uciekają się do kapitału zagranicznego i to on stanowi główne zagrożenie w przypadku niewypłacalności. W szczególności wiele państw rozwijających się jest uzależnionych od zewnętrznych źródeł finansowania⁷. Zaciąganie pożyczek może mieć na celu tzw. wygładzanie konsumpcji (*consumption smoothing*) w okresie spowolnienia gospodarczego⁸. Kredyty – w szczególności zagraniczne – wykorzystuje się również w celu pokrycia deficytu w handlu zagranicznym. Wykorzystując kapitał dłużny państwa mogą również sfinansować wiele obiektów inwestycyjnych i zwiększyć swój popyt na dobra importowane⁹. Ponadto istnieje zagrożenie, że pożyczone środki mogą zostać użyte do osiągnięcia prywatnych korzyści przez elity rządzące. W skrajnych sytuacjach pożyczki zagraniczne wykorzystuje się do sfinansowania zbrojeń i działań wojennych. Niezależnie od motywów zaciągnięcia danego zobowiązania, bardzo często państwa ze środków zewnętrznych finansują działania, które nie gwarantują zwrotu pożyczonego kapitału¹⁰.

Na prawdopodobieństwo wystąpienia problemów z obsługą zadłużenia wpływają jego wysokość i struktura. Ocena poziomu zadłużenia może być dokonywana z uwzględnieniem wartości bezwzględnych, jak też z uwzględnieniem różnych wskaźników relatywizujących. Struktura zadłużenia, tj. rodzaj wierzycieli, użyte instrumenty finansowe oraz terminy zapadalności, przesądza nie tylko o formie i konsekwencjach problemów z obsługą zadłużenia, lecz również pozwala – poprzez odpowiednie zarządzanie – na ich uniknięcie.

W przypadku niepowodzenia działań mających na celu zapewnienie płynności obsługi zadłużenia dochodzi do sytuacji, którą w odniesieniu do podmiotu prywatnego określono by mianem upadłości. Istnieje szereg terminów odnoszących się do problemów państw z obsługą zadłużenia. Bardzo często mówi się tu o niewypłacalności, bankructwie, czy – przez analogię do

Jędrzejowska obrotu prywatnego – upadłości państwa¹¹. W literaturze anglosaskiej często stosuje się określenie *sovereign default*. Terminem tym określa się szereg sytuacji związanych z niewywiązywaniem się przez państwa ze zobowiązań wobec wierzycieli. Za *default* uznaje się zwykle opóźnienie lub pominięcie wynikającej z umowy spłaty raty kapitałowej i/lub odsetek, niezależnie od przyczyn takiego naruszenia umowy. Ponadto międzynarodowe agencje ratingowe wyróżniają tzw. *technical default*, czyli sytuację, kiedy rząd państwa-dłużnika zwraca się do wierzycieli o restrukturyzację zadłużenia, oferując warunki spłaty mniej korzystne dla kredytodawcy niż wynikałoby to z pierwotnej wersji umowy¹².

Na pytanie o przyczyny upadłości państwa można odpowiedzieć w dwojaki sposób. Po pierwsze, państwa ogłaszają niewypłacalność, bo nie są w stanie kontynuować obsługi zadłużenia. Po drugie, państwa ogłaszają upadłość, bo nie chcą kontynuować obsługi zadłużenia¹³. Ponadto przyczyny wstrzymania obsługi zadłużenia można podzielić na te o charakterze ekonomicznym (bardziej techniczne związane ze strukturą zadłużenia) oraz czynniki polityczne. Stosunkowo często niewypłacalność jest wynikiem niewłaściwie prowadzonej polityki gospodarczej, a dokładniej nadmiernie ekspansywnej polityki fiskalnej. Do upadłości prowadzić może również polityka kursowa oparta na niewłaściwie ustalonym stałym kursie, błędna polityka inwestycyjna, czy – rzadziej – zbyt liberalna polityka handlowa.

Mimo że pierwsze przypadki niewypłacalności państw odnotowywano w starożytności, problemy z obsługą zadłużenia publicznego upowszechniły się w dziewiętnastym i dwudziestym stuleciu. Największe ich nasilenie przypadło na okres kryzysu zadłużeniowego lat 80. ubiegłego wieku, kiedy niewypłacalna była większość państw rozwijających się¹⁴. Kolejna „fala upadłości” nastąpiła w latach 90., kiedy problemów doświadczyły m.in. Meksyk, Brazylia, Rosja czy wiele państw Azji Wschodniej. Swoistą kulminację tych procesów stanowiło bankructwo Argentyny, z którego konsekwencjami państwo to boryka się do dnia dzisiejszego. Z kolei kryzys finansowy lat 2007–8 doprowadził do gwałtownego wzrostu zadłużenia wielu państw, a w efekcie do trudności z jego obsługą. Tym razem problemy stały się udziałem również państw rozwiniętych, w szczególności państw strefy euro.

Suwerenne państwa – w przeciwieństwie do przedsiębiorstw – nie ulegają likwidacji z powodu zadłużenia. Nie istnieją również narodowe, ani tym bardziej międzynarodowe sądy zdolne wymusić na suwerennym dłużniku spłatę należności, chociażby poprzez przekazanie jego aktywów wierzycielom. Jednak pomimo braku odpowiednika prawa upadłościowego dla państw, państwa zaskakująco dobrze wywiązują się ze swoich obowiązków płatniczych. Oznacza to, że istnieje mechanizm zapobiegający bankructwom państw. Za mechanizm ten można uznać koszty upadłości, stanowiące dla wierzycieli swoiste zabezpieczenie kredytu¹⁵.

Fakt, że ogłoszenie upadłości niesie ze sobą określone koszty dla dłużnika, stanowi również wyjaśnienie, dlaczego państwa mogą się zadłużać. Gdyby nie obawa przed kosztami upadłości, państwa – wobec braku reguł upadłościowych w prawie międzynarodowym – nigdy nie spłacałyby swojego zadłużenia. Świadomi tego inwestorzy nie udzielaliby pożyczek suwerenom i nie istniałoby zadłużenie państwa¹⁶.

Koszty upadłości uznaje się za podstawowy mechanizm zapobiegania bankructwom państw w stosunkach międzynarodowych. Stanowią one swoisty substytut zinstytucjonalizowanych mechanizmów postępowania upadłościowego. Zazwyczaj wyróżnia się dwa rodzaje kosztów związanych z upadłością państwa. Po pierwsze jest to wpływ upadłości na reputację państwa-dłużnika (*reputational costs*). W skrajnym wypadku brak wiarygodności dłużnika prowadzi może do ograniczenia dostępu do międzynarodowych rynków finansowych poprzez odmowę udzielenia nowych pożyczek oraz podwyższenie kosztów kredytowania¹⁷. Drugi typ kosztów upadłości wiąże się z sankcjami nakładanymi przez rządy państw wierzycielskich lub bezpośrednio przez wierzycieli. Sankcje te mogą objawiać się w przejęciu własności dłużnika znajdującej się na terenie wierzyciela, blokady handlowej czy przejęcia kontroli nad finansami publicznymi państwa-dłużnika przez wierzycieli, bądź ograniczeniu wymiany handlowej. Tego rodzaju działania zwykle wiążą się z naruszeniem suwerenności państwa-dłużnika i obecnie są już niemal niespotykane¹⁸.

W nowszej literaturze pojawia się również kwestia wpływu upadłości na zagraniczne inwestycje bezpośrednie oraz ograniczenia handlowe niepowiązane bezpośrednio z działaniem odwetowym (*retaliation*) rządu państwa wierzycielskiego. Inna

Jędrzejowska kwestia związana z kosztami upadłości to wpływ upadłości na koniunkturę gospodarczą państwa-dłużnika. Ogłoszenie upadłości niesie ze sobą również określone koszty polityczne. Spowolnienie gospodarcze, często w połączeniu z kryzysem bankowym, często prowadzi do napięć na scenie politycznej i protestów społecznych. Stąd wiele epizodów upadłości państwa kończy się zmianą ekipy rządzącej¹⁹.

Reżim upadłościowy in statu nascendi?

Upadłość państwa i związane z nią zakłócenia w międzynarodowym przepływie kapitału uderzają nie tylko w bankrutującego suwerena i jego wierzycieli, lecz – pośrednio – w całą społeczność międzynarodową. Bankrućta państw stanowią zagrożenie dla stabilności gospodarki światowej i międzynarodowych rynków finansowych. Z tego względu na forum międzynarodowym podejmuje się wysiłki na rzecz ograniczenia ich kosztów i utworzenia mechanizmów zapobiegania kryzysom zadłużeniowym²⁰.

Mimo braku zinstytucjonalizowanej międzynarodowej procedury upadłościowej dla państw obserwuje się wzrost koordynacji podejmowanych działań. Stopniowo wykształcił się szereg nieformalnych mechanizmów radzenia sobie z niewypłacalnymi państwami. Alternatywą dla międzynarodowego prawa upadłościowego stały się – początkowo doraźne – mechanizmy restrukturyzacji, refinansowania i redukcji zadłużenia. Zmiany w sposobie postępowania z suwerennymi dłużnikami w ostatnich dekadach wskazują na wykształcenie się tymczasowego systemu łagodzenia skutków i przeciwdziałania upadłości państw, pełniącego swoje funkcje w ograniczonym zakresie, lecz powszechnie uznanego. Może to oznaczać, iż mamy do czynienia z postępowaniem upadłościowym i naprawczym dla państw *in statu nascendi*.

Podwalin obecnego mechanizmu upadłościowego należy upatrywać w okresie po 1975 r. Wykształciły się wówczas m.in. mechanizmy renegotjacji zadłużenia m.in. w ramach Klubu Paryskiego, Klubu Londyńskiego, czy inicjatywy redukcji zadłużenia państw najbiedniejszych²¹. Początkowo polegano przede wszystkim na mechanizmach uzgodnionych w ramach Klubów Paryskiego i Londyńskiego. Później w proces restrukturyzacji zadłużenia aktywnie zaangażował się Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) i międzynarodowe banki rozwoju. Wobec zmian w sposobie finansowania państw zachodzi jedna konieczność dalszego usprawnienia procesu i postulatory

daleko idącej reformy międzynarodowej architektury finansowej w tym zakresie. Nie zmienia to faktu, że wielu suwerennych „bankrutów” ostatnich lat było w stanie restrukturyzować zadłużenie w zaskakująco krótkim czasie. Zdaniem niektórych badaczy świadczyć to może o zbędności bardziej sformalizowanego mechanizmu upadłościowego²².

Zapobieganie problemom płatniczym leży w gestii państw zadłużonych, ich wierzycieli oraz pozostałych podmiotów międzynarodowej architektury finansów. Pewnym symbolem łączącym wszystkie zainteresowane strony stało się uzgodnienie w 2004 r. zasad stabilnych przepływów kapitału i uczciwej restrukturyzacji zadłużenia na rynkach wschodzących (*Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*). Inicjatywa ta bywa określana jako partnerstwo publiczno-prywatne w sferze finansów międzynarodowych. Można wyróżnić cztery główne zasady. Są to: 1) przejrzystość i szybki przepływ informacji, 2) dialog na linii wierzyciel – dłużnik w celu uniknięcia upadłości, 3) renegecje zadłużenia prowadzone w dobrej wierze oraz 4) uczciwe traktowanie wierzycieli²³. Zasady mają przyczynić się do przyspieszenia procesu restrukturyzacji zadłużenia, zmniejszenia jego kosztów oraz efektywniejszego zapobiegania kryzysom²⁴.

Zasadniczo działania podejmowane wobec państw-bankrutów (i przez te państwa) można podzielić na dwie kategorie: rozwiązywanie kryzysu zadłużenia i zapobieganie kryzysom. Pierwsza z nich obejmuje różne formy restrukturyzacji i redukcji zadłużenia, podczas gdy druga odnosi się do identyfikacji i eliminacji przyczyn upadłości. Działania ukierunkowane na zapobieganie kryzysom obejmują reformy w państwach zadłużonych oraz zmiany w międzynarodowym systemie finansów²⁵.

Restrukturyzacja ma na celu taką zmianę warunków zadłużenia, aby przywrócić zdolność państwa-dłużnika do obsługi zadłużenia, obniżyć przyszłe koszty obsługi długu i uniknąć powtórnych problemów z wypłacalnością. Restrukturyzacja może polegać na: zmianie warunków i terminu (harmonogramu) spłat (*debt rescheduling*), konwersji długu (*debt swap*) oraz refinansowaniu długu (*debt refinancing*)²⁶. Skrajnym przypadkiem rozwiązanie problemu zadłużenia jest tzw. *bailout*, czyli wykup należności lub wsparcie finansowe zadłużonego podmiotu (zarówno w odniesieniu do państwa, jak i podmiotu prywatnego). Zazwyczaj chodzi tu o zapewnienie międzynarodowych publicznych kredytów, przede wszystkim kredytów MFW, aby pokryć roszczenia wierzycieli w czasie kryzysu²⁷.

Wobec powtarzających się epizodów upadłości w latach 90. ubiegłego wieku, społeczność międzynarodowa ponownie stanęła przed koniecznością opracowania mechanizmu renegocjacji i restrukturyzacji zadłużenia. Debata na ten temat szła w dwóch kierunkach. Po pierwsze, pojawiły się propozycje uzupełnienia luki w międzynarodowej architekturze finansowej o instytucję prowadzącą postępowanie upadłościowe dla państw. Propozycje obejmowały zarówno powołanie nowej instytucji, np. międzynarodowego sądu upadłościowego, jak i wyposażenie już istniejących organizacji (przede wszystkim MFW) w nowe kompetencje. Tę grupę rozwiązań określa się zwykle jako podejście „statutowe” (*statutory approach*). Ten typ rozwiązań mógłby znaleźć zastosowanie w każdym typie upadłości państwa, niezależnie jakiej formy zobowiązania dany przypadek dotyczy. Drugi typ rozwiązań – niewykluczający rozwiązań statutowych – to tzw. podejście rynkowe (*market approach*). Jego zwolennicy postulują modyfikację istniejących i nowych kontraktów dłużnych w celu ułatwienia ich renegocjacji²⁸.

Początek obecnej debaty na temat rozwiązań „statutowych” datuje się na rok 1995, gdy Jeffrey Sachs wezwał do stworzenia międzynarodowego reżimu upadłościowego (*international bankruptcy regime*) opartego na analogicznych regulacjach występujących w prawie prywatnym większości państw²⁹. W listopadzie 2001 r. został zaproponowany przez Anne Krueger z MFW mechanizm restrukturyzacji zadłużenia państw (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism* – SDRM). Mechanizm ten, mimo że oparty na pewnych rozwiązaniach statutowych i nazywany przez jego autorów analogią do sądu upadłościowego (*bankruptcy court*), jest w pewnym sensie podejściem zorientowanym rynkowo³⁰.

Alternatywną wobec rozwiązań statutowych metodą uporządkowania procesu restrukturyzacji zadłużenia i zmniejszenie kosztów upadłości państwa jest modyfikacja istniejących i wprowadzenie nowych instrumentów dłużnych³¹. Często spotykany problem koordynacji wierzycieli można rozwiązać poprzez umieszczenie w prospektach emisyjnych obligacji państwowych tzw. klauzul wspólnego działania (*Collective Action Clauses* – CACs). Różne rodzaje klauzul wspólnego działania zostały już poddane testom w praktyce. Na uwzględnienie CACs w prospektach emisyjnych swoich papierów dłużnych zdecydowały się m.in. Meksyk (2003), Brazylia (2003), czy Dominikana (2004–5)³². Oprócz obligacji wyposażonych w CACs w ostatnich latach na rynku zadłużenia państw w obrocie pojawił się jeszcze jeden instrument mogący ułatwiać restrukturyzację zadłużenia

– *Credit Default Swap* (CDS). Jego stosowanie wzbudza szerokie kontrowersje, gdyż przenosi on ryzyko kredytowe z wierzyciela na inny podmiot³³.

*Postępowanie
upadłościowe
dla....*

Konkluzje

Upadłość państwa jest powtarzającym się zjawiskiem w stosunkach międzynarodowych, co doprowadziło do wykształcenia się w międzynarodowych strukturach finansów mechanizmów i instytucji zastępujących prawo upadłościowe. Ewolucja poszczególnych technik restrukturyzacji zadłużenia oraz instytucji międzynarodowych doprowadziła do wykształcenia się zwyczajowych regulacji kwestii upadłości państw. Na obecny – tymczasowy – mechanizm upadłościowy dla państw składa się kilka elementów. Po pierwsze są to techniki restrukturyzacji zadłużenia, których większość wywodzi się jeszcze z XIX wieku. Następnym elementem stanowią mniej lub bardziej sformalizowane organizacje międzynarodowe ułatwiające osiągnięcie porozumienia pomiędzy wierzycielami a państwem-dłużnikiem. Stosowane przez nie mechanizmy wykształciły się przede wszystkim w latach osiemdziesiątych XX wieku. Efektem ostatnich dwóch dekad jest upowszechnienie rynkowych mechanizmów ułatwiających proces restrukturyzacji zadłużenia, w tym coraz częstsze stosowanie klauzul wspólnego działania, obecnie uważanych za podstawowy mechanizm usprawniający restrukturyzację i redukujący koszty upadłości.

Obecnie stosowane metody przeciwdziałania i łagodzenia skutków upadłości cechuje ponadto rozdział kosztów upadłości oraz odpowiedzialności pomiędzy dłużnika a wierzycieli. W przypadku tych drugich obserwuje się coraz dalej idące współdziałanie wierzycieli prywatnych i oficjalnych. Uwagę zwraca się również na przeciwdziałanie kryzysom zadłużeniowym, uznając za kluczową w tym zakresie odpowiednio prowadzoną politykę państwa-dłużnika. Nie zmienia to jednak faktu, że wiele obecnie stosowanych mechanizmów walki z upadłością państwa to rozwiązania *ad hoc*, jedynie łagodzące objawy, a nie przyczyny problemu. Wątpliwości budzi również kwestia, na ile obecny sposób postępowania z suwerennymi dłużnikami jest produktem finalnym, na ile jest to system *in statu nascendi*, który w pełni funkcjonalną formę dopiero przyjmie. Otwarte pozostaje również pytanie, czy – wobec wielości form upadłości państwa – w pełni funkcjonalny system jest w ogóle możliwy³⁴.

Podsumowując, niezależnie od przyszłych regulacji kwestii upadłości państwa, uniknięcie i zapobieżenie temu zjawisku będzie możliwe jedynie wówczas, gdy wyeliminowane zostaną prowadzące do upadłości przyczyny. Ponieważ nic nie wskazuje na to, by państwa zrezygnowały z polityki gospodarczej, w której wydatki przekraczają dostępne dochody, upadłość państwa pozostanie nieodłącznym elementem gospodarki światowej. Co więcej, kryzys zadłużeniowy w państwach Unii Europejskiej oraz narastające zadłużenie Stanów Zjednoczonych świadczą, że problem może się w najbliższym czasie zaostrzyć.

PRZYPISY

1. J.C. Hatchondo, L. Martinez, H. Sapriza, „The Economics of Sovereign Defaults”, *Economic Quarterly*, Vol. 93, No. 2, 2007, s. 165.
2. M. Tomz, *Reputation and International Cooperation. Sovereign Debt across Three Centuries*, Princeton University Press, Princeton 2007, s. 3.
3. Y. Sinyagina-Woodruff, „Russia, Sovereign Default, Reputation and Access to Capital Markets”, *Europe-Asia Studies*, Vol. 55, No. 4, 2003, s. 522.
4. F. Sturzenegger, J. Zettelmeyer, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, The MIT Press, Cambridge (Massachusetts) 2006, s. 32.
5. Niniejsze opracowanie bazuje w znacznym stopniu na złożonej do druku monografii pt. *Upadłość (bankructwo) państwa w stosunkach międzynarodowych*.
6. C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton 2009, s. xxx.
7. L. Mesjasz, „Kryzysy finansowe we współczesnej gospodarce [światowej]”, [w:] S. Miklaszewski [red.], *Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*, Difin, Warszawa 2003, s. 42.
8. Więcej na ten temat: J. Eaton, M. Gersovitz, „Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis”, *Review of Economic Studies*, Vol. 48, No. 2, 1981, s. 289-309; W.R. Cline, *International Debt Reexamined*, Washington DC 1995, s. 139-140.
9. L. Mesjasz, op. cit., s. 51.
10. P. Alvarez-Plata, T. Brück, „External Debt in Post-Conflict Countries”, *World Development*, Vol. 36, No. 3, 2008, s. 485; J. Eaton, „Sovereign Debt: A Primer”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 7, No. 2, 1993, s. 137-72.
11. Terminy te – choć bliskoznaczne – mogą odnosić się do różnego typu problemów z obsługą zadłużenia. Jednak ze względu na uproszczony charakter tego opracowania są one tutaj traktowane jak synonimy.

12. M. Peter, „Estimating Default Probabilities of Emerging Market Sovereigns: A New Look at a Not-So-New Literature”, *HEI Working Paper*, No. 06-2002; L. Rieffel, *Restructuring Sovereign Debt*, Brookings Institution Press, Washington DC 2003, s. 11.
13. F. Sturzenegger, J. Zettelmeyer, op. cit., s. 38.
14. W.R. Cline, op. cit., s. 5-14.
15. M.P. Dooley, *International Financial Architecture and Strategic Default: Can Financial Crises be Less Painful?*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Elsevier, vol. 53 (1), December 2000, s. 361-77.
16. J.C. Hatchondo, L. Martinez, H. Sapriza, op. cit., s. 168.
17. Ibidem, s. 298-9.
18. E. Borensztein, U. Panizza, „The Costs of Sovereign Default”, *IMF Working Paper*, WP/08/238, October 2008, s. 3.
19. Ibidem, s. 4.
20. P. Bolton, O. Jeanne, „Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime”, *IMF Working Paper*, WP/07/192, 2007, s. 6.
21. J. Kaiser, „Taking Stock of Proposals of More Ordered Workouts”, [w:] B. Herman, J.A. Ocampo, S. Spiegel [red.], *Overcoming...*, op. cit., Oxford 2010, s. 428.
22. A.C. Porzecanski, „Dealing with Sovereign Debt: Trends and Implications”, [w:] Ch. Jochnick, F.A. Preston [red.], *Sovereign Debt at the Crossroads*, op. cit., s. 278; T. Stichelmanns, *Why a United Nations Sovereign Debt Restructuring Framework is Key to Implementing the Post-2015 Sustainable Development Agenda*, A Eurodad Briefing Paper for European Legislators and Decision-makers, May 2015, s. 9-10.
23. Więcej na temat zasad: Institute of International Finance, Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring, online: <http://www.iif.com/emp/principles/> (dostęp 28 kwietnia 2015 r.).
24. B. Herman, „Why the Code of Conduct for Resolving Sovereign Debt Crises Falls Short”, [w:] B. Herman, J.A. Ocampo, S. Spiegel [red.], *Overcoming...*, op. cit., s. 395-420.
25. F. Sturzenegger, J. Zettelmeyer, op. cit., s. 234.
26. L. Rieffel, op. cit., s. 35; L. Mesjasz, op. cit., s. 75.
27. Bailout trudno jednoznacznie zaklasyfikować jako element restrukturyzacji lub umorzenia zadłużenia. Problem polega na tym, że wsparcie finansowe udzielone w jego ramach zwykle następuje zanim nastąpi przerwa w obsłudze zadłużenia. Tym samym korzystające z takiej pomocy państwa trudno uznać za niewypłacalne. Co więcej, w niektórych przypadkach pomoc ze strony międzynarodowych instytucji finansowych nadchodziła zanim państwo-dłużnik formalnie wystąpiło o wsparcie. Trudno również ocenić, czy w razie nieudzielenia pomocy przez międzynarodowe organizacje finansowe faktycznie doszłoby do upadłości państwa: R.B. Gray, Bailouts, „Moral Hazard and Burden-Sharing”, [w:] V.K. Aggarwal, B. Granville, op. cit., s. 142-51.

28. E. Cosío-Pascal, „Paris Club: Intergovernmental Relations in Debt Restructuring”, [w:] B. Herman, J.A. Ocampo, S. Spiegel [red.], *Overcoming...*, op. cit., s. 254; S.L. Schwarcz, *Towards a «Rule of Law» Approach to Restructuring Sovereign Debt*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 14.10.2014, online: <http://corpgov.law.harvard.edu/2014/10/14/towards-a-rule-of-law-approach-to-restructuring-sovereign-debt/> [dostęp: 25 października 2015 r.].
29. B. Setser, „The Political Economy of the SDRM”, [w:] B. Herman, J.A. Ocampo, S. Spiegel [red.], *Overcoming...*, op. cit., s. 317.
30. A.O. Krueger, *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF, April 2002.
31. M. Pawliszyn, op. cit., s. 46; A. Gelpern, M. Gulati, „How CACs Became Boilerplate: Governments in «Market-Based» Change”, [w:] B. Herman, J.A. Ocampo, S. Spiegel [red.], *Overcoming...*, op. cit., s. 347.
32. A.C. Porzecancki, op. cit., s. 277.
33. F. Packer, Ch. Suthiphongchai, „Sovereign Credit Default Swaps”, *BIS Quarterly Review*, December 2003, s. 80; J. Stiglitz, „The World Needs a Sovereign Debt Restructuring Mechanism”, *Emerging Markets*, 12.10.2014, www.emergingmarkets.org/Article/3389531/JOSEPH-STIGLITZ-The-world-needs-a-sovereign-debt-restructuring-mechanism.html [dostęp: 25 października 2015 r.].
34. Na temat słabości obecnego mechanizmu restrukturyzacji zadłużenia oraz kierunków reformy: UNCTAD, *Sovereign Debt Workouts: Going Forward Roadmap and Guide*, April 2015, s. 3-6; M. Guzman, J.E. Stiglitz, *Fixing Sovereign Debt Restructuring*, July 2015, <https://www.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/workingpapers.cfm> [dostęp: 25 października 2015 r.].