

Център за изследване на демокрацията

# Програма за замяна на ДЪЛГ

София  
Август 1995

СЪДЪРЖАНИЕ:	стр.
<i>I. ВЪВЕДЕНИЕ</i>	2
<i>II. ОБОСНОВКА НА ПРОГРАМА ЗА КОНВЕРСИЯ НА ДЪЛГ</i>	3
<i>III. ОСНОВНИ МОДЕЛИ НА ЗАМЯНА НА ДЪЛГ СРЕЩУ СОБСТВЕНОСТ</i>	4
3.1. Аржентина	4
3.2. Бразилия	7
3.3. Чили	8
3.4. Мексико	11
<i>ЗАКОНОВИ РАМКИ ЗА ПРОГРАМА ЗА ЗАМЯНА НА ДЪЛГ</i>	12
<i>КРИТЕРИИ ПРЕДПОСТАВЯЩИ БЪЛГАРСКА ТА ПРОГРАМА</i>	19

## ***/ . ВЪВЕДЕНИЕ***

Промените през последните години поставиха международния бизнес в нова икономическа обстановка. Въпреки сериозните икономически, финансови и структурни затруднения България разполага с потенциал за приватизация, модернизация на производството и бърз икономически растеж, какъвто не е имала досега.

България започна реформите с огромен външен дълг наследен от комунистическия режим. След мораториума върху плащанията по външния дълг от 29 март 1990 година повече от три години се водиха преговори с търговските банки-кредитори. През юни 1994 година беше подписано споразумение за редуциране на дълга и неговото обслужване. То съдържа специална клауза за размяна на някои инструменти срещу собственост при условие, че България приеме програма за размяна на дълга.

От началото на кризата с международните дългове се използват най-различни схеми и новаторски финансови подходи от много страни с цел облекчаване бремето на външните им дългове. Конверсия на дългове се е прилагала широко през миналото десетилетие в Латинска Америка. Тя се наложи като мощно средство на икономическа политика и основен източник на средства за приватизацията. Размяната на дълг за собственост стана важен политически инструмент за много държави, макар многото пропуски да не оставят възможност той да бъде обявен за универсално успешен. Някои страни като Чили и Мексико дадоха добри примери за програми, които са от полза за всички. Опитът натрупан досега е отлична база за подготовката на успешна българска програма за размяна на дълг срещу собственост.

Тези насоки почиват върху съвременната оценка на международния опит до момента и на служебни консултации в страни с успешни програми за разменен дълг като Чили и Мексико. Проведе се задълбочено сравнително изследване на някои важни програми за замяна на дълг с цел да се отговори на следните въпроси: полезни ли са, необходими ли са, кой печели и кой губи от тях и какви са поуците за търгуващите по този път? Изследването набеляза законовите, счетоводните и данъчните аспекти от гледна точка на чуждестранните инвеститори и това как те влияят върху степента на готовност на евентуалните инвеститори да използват механизма на замяна на дълг за собственост. Този анализ се оказа от голяма полза, защото осигурява необходимите предпоставки за създаването на специфично пригоден за българските условия модел на програма.

Набелязването на предпоставките за програмата означаваше, че средно сročните цели на българската икономика и изводите от тях са уточнени. Успехът на която и да било програма за замяна на дълг зависи от това как стои тя в цялостната макроикономическа стратегия за развитие на страната и дали не противоречи на

приоритетите на правителството. Тъй като тя е политическо решение, почиващо на правителствената ангажираност с откритост и развитие на частния пазар, въвеждането на програма за конверсия на дълга влияе пряко върху възможностите на страната да привлече инвестиции и да ускори приватизацията. В условията на недостиг на вътрешни финансови ресурси за прилагане на приватизационна програма, една програма за замяна на дълга ще насърчи нужните чуждестранни инвестиции. Като предложи средство за намаляване на външния дълг, програмата ще стимулира инвестиционния процес, ще увеличи производствените мощности и ще осигури растеж на експортна основа.

Основната задача при набелязването на насоките за програма за конверсия на дълга беше да се съвместят съществуващите приватизационни законови рамки с регулационните, нужни за такава програма, за нейното институционално организиране и суаповия механизъм регзе. Като всички пазари и този за замяна на дълг срещу собственост изисква специфични условия и институции за осъществяване на сделките, купувачи, продавачи и цени. Програмата очертава законите, институционалните и процедурните рамки за приватизация чрез конверсия на дълг.

## *//. ОБОСНОВКА НА ПРОГРАМА ЗА КОНВЕРСИЯ НА ДЪЛГ*

Програмите за замяна на дълг не са панацея за решаване проблемите на страната, за дълговете ѝ и развитието ѝ. На тях следва да се гледа като на полезно, но все пак ограничено средство за намаляване на дълга и за привличане на нови инвестиции. При определени обстоятелства обаче, те могат да допринесат много и като насърчат притока на чуждестранни капитали, и като облекчат бремето на обслужване на дълга. Някои държави са използвали тези програми като стимул за обратното движение на капитали към страната.

Основната идея е проста. Суверенният държавен външен дълг се обменя в местна валута и съответното количество дълг се анулира. Правата на собственост върху дълга се откупуват обратно при ограничителното условие постъпленията в местна валута да бъдат използвани за закупуване на местни активи, акции или за други инвестиции, специално обозначени в програмата на страната. Всяка страна формулира практически своя собствена програма със собствени разпоредби и процедури.

Конверсиите на дълг имат разнообразни приложения. Икономиката плаща своята цена за тях и в края на краищата те са различни в зависимост от това дали се използват предимно за намаляване на дълга или за стимулиране на инвестициите. Степента на реална осъществимост на суаповете на дълг за собственост зависи от привлекателността, достъпността и качеството на активите, в които се инвестира. Това е добре за приватизацията във всички случаи, тъй като държавните ресурси най-често са големи компании с много привлекателни черти. В България замените биха могли да работят в полза на приватизацията. В случай, че

замененият срещу собственост дълг финансира закупуването на част от или на цяло държавно предприятие, няма нужда от трансфер в местна валута. При този вид операции правителството дава активи, заменяйки ги срещу анулиран дълг. Самата приватизация влияе добре на икономическия климат като разгръща местния пазар и предоставя възможности за растеж и увеличение на частния сектор. Почти сигурно е, че ще доведе до конверсията на по-големи части от външния дълг в собственост, като по този начин поощрява "пазарните" решения на въпроса с дълга.

При обсъждането на такава програма всяка страна трябва много внимателно да претегли ползите и цената, която тя предполага. Ориентацията на курса на правителството и дългосрочната му икономическа стратегия са от ключово значение за нейния успех или провал. Понякога реализирането на такава програма може много да се политизира.

Суаповете на дълг срещу собственост или конверсиите на дълг (дълг срещу природа, дълг срещу социални програми и др.) са много конкретни програми. В българския случай, те биха могли да повлияят благоприятно върху процеса на приватизация като съставна част от цялостната стратегия на пазарна преориентация.

Макар, от известно време, законовите рамки на приватизацията да са налице, засега не са постигнати съществени резултати. Една от съществените спънки е надвисналият външен дълг. Нормализирането на отношенията с търговските банки осигури благоприятни изходни условия за замислянето и подготовката на конверсионна програма, съсредоточена върху реструктуриране на собствеността чрез замяна на дълг за собственост.

### ***///. ОСНОВНИ МОДЕЛИ ЗА ЗАМЯНА НА ДЪЛГ ЗА СОБСТВЕНОСТ***

Няколко са причините да се разглеждат програмите на някои страни като модели за България. Преди всичко, България не е сред първите в семейството на страните с такива програми и за нея е задължение и привилегия да се учи от уроците на своите предшественици. Второ, някои от програмите отразяват натрупан опит или имат специфични привлекателни за България от юридическа, икономическа и други гледни точки. Все пак обаче, субективният избор има място. Но никой не може да оспорва програмите на следните страни: Аржентина, Бразилия, Чили и Мексико.

#### **3.1. Аржентина**

Формално схемата за конверсия се основава на споразумение от август 1987 година и включва инвестиционна програма за замяна на дълг за собственост и капитализационен механизъм за реинвестиране на средства. По-късно се допълва

от трети елемент - закупуването на дялове от действащи компании при условие, че междуременно се анулира редисконта на централната банка. Тези три инструмента дадоха като резултат конверсията на 1,5 млрд в рамките на една година, като замените на дълг срещу собственост представляваха повече от 50%, а редисконтовият механизъм - 34%.

Аржентинската програма за конверсия на дълг срещу собственост е относително по-структурирана и точна, особено в инвестиционно отношение /като в Мексико и Филипините/. За да се постави таван на замените, се организира система от квоти чрез публични търгове, вместо конверсионните квоти да се определят по административен път. Ясно личи намерението да се адаптират суапите схеми към курса на икономическа политика на страната.

Важен е аспектът, че всички преки чуждестранни инвестиции свързани със замяната на дълг за собственост са ясно регламентирани от действащото законодателство. То не налага големи ограничения върху преките чуждестранни инвестиции, освен в недвижимости и във финансовия сектор. В Аржентина конверсионната програма се използва като стимул инвестиционните проекти да надскочат параметрите на програмата. Инвестициите, печеливши от нея не бяха допускани в схеми за поощряване на промишлеността, както и не се ползваха от данъчни и други специални облекчения. Инвестираните ресурси не можеха да се репатрират за срок от десет години, обездвижаваха се за три години, а печалбите не се изнасяха през първите четири години.

След разрешаването на инвестицията от Министерството на икономиката, централната банка предлага на търг предварително назначената квота и компенсира дълговите инструменти в аустрали по свободния валутен курс без конверсионна комисионна /отстъпка/. Обменният курс без комисионната дава ефективната стойност на суапа. При публичните търгове само отстъпката предлагана от инвеститора с цел да се сдобие с части от квотата се взема пред вид официално. (При петте публични търга отстъпката се качи от 36% номинална стойност на около 72%.)

В случаите, когато собственикът на ценната книга - свидетелство за дълг (обикновено това е чуждестранната банка) става инвеститор в аржентинска компания, към дълговия инструмент, подлежащ на замяна, не се прикрепя цена. Тогава се налага да се направи безпристрастна оценка на проекта, за да се определи с каква стойност той ще се включи като актив във финансовите отчети.

По отношение на изискването за допълнителни средства, 70% от един инвестиционен проект може да се финансират чрез суапова сделка, а останалите 30% трябва да се покрият със свежи пари. Но стойността на вносното оборудване, данъкът добавена стойност и процентът от оборотния капитал или недвижимата собственост се изключват от капитализационната програма. От гледна точка на инвеститора нуждата от допълнителни средства оскъпява проекта. Тези допълнителни средства могат да бъдат изплатени в чуждестранна валута или в аустрали и внесени като капиталово участие или като заем. Степента

на риск и възвращаемост на инвестицията ще зависят до голяма степен от това, как те ще се съчетаят структурно.

Има механизъм, който леко поощрява развитието на малките и средните предприятия. Освен това програмата се съсредоточава в селското стопанство и агропромишлеността, туризма и автомобилостроенето. Това би могло да доведе до заместване на нормалната пряка чуждестранна инвестиция, но е качествена инвестиция създавала нови производствени мощности.

Ако инвеститор е първоначалният собственик на аржентинската ценна книга, замената е освободена от данъци, тъй като ще се счита за погасяване на дългов инструмент преди неговия падеж на стойност по-малка от номиналната. Инвеститорът става акционер в аржентинска компания. Ако обаче е закупил книгата на пазара, може да дължи подоходен данък върху разликата между покупната цена и аустралиите получени от централната банка. Ето някои от данъците, налагани по програмата:

Важен аспект на аржентинската програма е прилагането на Закон за чуждестранните инвестиции /ЗЧИ/. Ако инвеститорът е чуждестранен проектът попада под действието на този закон, който ограничава репатрирането на инвестициите и изнасянето на печалбите. По отношение инвестициите, направени по Програмата за замяна на дълг за собственост, конвертираните средства не могат да се репатрират за период от десет години и дивиденди може да не се плащат през първите четири години.

Аржентинската програма е силно регулирана. Централната банка контролира търсенето и предлагането, като определя квотите и процентите на отстъпка. Финансовите и данъчните разпоредби в Аржентина и извън нея са фактори от съществено значение, които трябва да се вземат пред вид.

Квотната система поставя таван на инвестициите необходими за преструктурирането на производството.

Ако компонентът на вносното оборудване, оборотния капитал и недвижимото имущество е значителен, то изискването за допълнителни средства ще се качи още и следователно проектът ще има по-ниска степен на възвръщаемост. Реалната му стойност ще се снижи и очакваната степен на възвръщаемост след данъците може да се повиши чрез добро комбиниране на отстъпки, свежи средства и фискално планиране. Печелившите в краткосрочен план проекти са в най-добра позиция.

### 3.2. Бразилия

Резолюция № 1460 от 1 февруари 1988 година във връзка с чуждестранните инвестиции се разглежда тук, тъй като в най голяма степен съответства на нашите цели.

Замените на дълг за собственост могат да покрият всеки вид финансиране, регистрирано при централната банка, в това число средносрочни и дългосрочни заеми и депозити в чужда валута на вноски по главниците или лихвите с изтекъл срок на централната банка, ако попадат в бразилските споразумения за преоформяне на външния дълг.

Изрично се приема преотстъпването на заеми и финансирането на трети страни. Обаче приходите от суаповете трябва да се приложат в рискови инвестиции и не могат да се използват за операции, които биха се тълкували като кредитни или за проекти, гарантиращи възвръщаемост при обратно изкупуване, пряко или косвено обезпечено чрез обществени фондове.

Дълговете в обществения сектор се освобождават от процедурата на търгове и тавани, но инвестициите трябва да се правят в компании от обществения сектор или да се използват за ликвидиране на техни дългове. Такива инвестиции трябва да са предварително одобрени от специалния Секретариат за контрол на държавните компании и от Секретариата към националния трезор. Инвестициите може да се правят също в конверсионни фондове с чуждестранни капитали, които притежават в портфейлите си повече от 5% от капитала с право на глас или 20% от общия капитал на компанията. Комисия по ценните книжа и обмяната може да обезпечи техния трансфер извън страната.

Средствата, инвестирани в Бразилия, трябва да останат в страната за период от 12 години от датата на капитализацията, а печалбите и дивидентите се изнасят, както е предвидено за чуждестранните инвестиции по Закон № 4131.

Замени водещи пряко или косвено до прехвърляне на контрола от бразилска към чуждестранна собственост не са разрешени. Приходите не могат да се инвестират за частично или пълно закупуване на компании чуждестранна собственост, освен в случай, че продуктът на продажбата се инвестира обратно в Бразилия от чуждестранния продавач.

Суапове не се разрешават, ако предишните 36 месеца е бил репатриран капитал, освен ако средствата не са върнати обратно. Всяко изнасяне извън страната на репатриран капитал със или без прираст на капитал от страна на компании, които вече имат регистриран чуждестранен капитал, задължително се депозира в централната банка за период от 12 години в количество еквивалентно на замененото. Предложенията за суапове се проучват и решават от централната банка.

Бразилската Комисия по ценните книжа и обмяната е разрешила създаването на няколко фонда за замяна на дълг за собственост:



1. 100 млн дол. конверсионен фонд РССЕ;
2. Вогапо Зшюпзеп, управляван от Морган Гренфел от Великобритания;
3. Конверсионен фонд "Сафра", управляван от Банко Сафра;
4. 40 млн дол. конверсионен фонд "Фактор" - брокерска къща "Фактор";
5. Конверсионен фонд "Бостън/Содрил" - Банк ъв Бостън и брокерска къща "Содрил";
6. Конверсионен фонд "Чейс" - от Чейс Манхатън груп.

### 3.3. Чили

Конверсията на дълг в Чили се регулира от Глави XVIII и XIX от Компендиум от правила за международен обмен. Краткосрочните падежи, официалните и мултинационалните заеми се изключват от програмата.

#### ***3.3.1. Правила от Глава XIX за чуждестранните инвеститори.***

Тази разпоредба разрешава на физически и юридически лица, чилийци или чужденци, местопребиваващи или с постоянно местожителство извън страната, да инвестират в Чили, като използват допустими инструменти на външния дълг. Евентуалните инвеститори трябва да се кандидатираат и да бъдат одобрени от Международния директорът на централната банка. Ако инвеститорът не съвпада с първоначалния кредитор, кандидатурата трябва да включва също и молба за промяна на кредитора на инструмента.

Ако длъжник е централната банка, плащането в местна валута ще стане с индексация или деноминираните в долари финансови инструменти ще бъдат разменени за външен дълг по номинална стойност на дълговите инструменти, както следва:

- Запис на заповед - ценна книга за последващо изплащане в песо с падеж на главницата 10 години от деня на замяната на дълговия инструмент и плащане на лихви на половин година в песо по лихвени проценти, основаващи се на ЛИБОР и своевременно фиксирани от централната банка.

- Индексирана деноминирана в песо ценна книга емитирана в Цшдадез <1e РотеШо (единици на прехода индексирани според инфлацията), със срок на главницата 15 години от датата на замяната и лихвени плащания в песо на половин година според средния курс на местния пазар фиксиран своевременно от централната банка.

- Собствениците на ценни книжа, деноминирани в долари, могат да ги обменят за ценни книжа, деноминирани в песо по всяко време през първите 18 месеца. И двата вида ценни книжа могат да се продават на вторичния пазар с отстъпка чрез местна банка, изпълняваща ролята на посредник на операцията с разрешението на централната банка. Постъпленията от такава продажба трябва да се приложат

към разрешената инвестиция или да се депозират при банката-посредник, докато се изиска изплащането според разрешената инвестиция.

Не се налагат ограничения върху обема на сделките, които да се осъществят през определен период, тъй като кандидатурите се одобряват от централната банка и всеки случай се разглежда сам за себе си. Централната банка може да откаже без да изяснява причините. Макар да няма формално преференциални сектори, предпочитат се инвестициите в експортноориентирани дейности.

Щом инвестицията се одобри, на инвеститора се дава достъп до пазара на чужда валута с цел репатриране на печалбите, отговарящи на следните условия:

а/ капиталовложения не може да се изнасят в продължение на 10 години от датата на инвестирането на капитала.

б/ печалбите от първите 4 години могат да се изнасят от петата година нататък на части, които не надвишават 25% от натрупаните печалби. Печалбите от петата година нататък не се подлагат на ограничения.

Реинвестиране се разрешава според ограниченията, наложени на първоначалната инвестиция.

През 1987 година се внесе важна поправка, която позволи физически или юридически лица (със собственици чужденци), пребиваващи и с постоянно местожителство извън страната, да инвестират в акции на местни отворени корпорации чрез чилийски инвестиционни компании специално създадени за целта. Чуждестранните инвеститори (чилийци не се допускат), считани за приемливи за тези инвестиции, могат да бъдат частни, правителствени или мултинационални с акционерен капитал не по-малко от \$5 млн.

Много са изискванията относно учредяването и дейността на инвестиционните компании. Минималният внесен капитал трябва да е 20 млн. щ. дол. и всеки отделен дял да е най-малко 100 000 щ. дол. Никой акционер не може да държи повече от 25% от дяловете. Аксиите, веднъж внесени и платени, може да се превеждат в чужбина и с тях да се търгува от страна на чуждестранните инвеститори, отговарящи на изискванията да правят такива инвестиции.

Периодът на съществуването им не може да бъде по-кратък от 12 години. След изтичане на пет години от началото на дейността на инвестиционната компания, тя има право да разпределя до 90% от годишните си печалби плюс до 20% от печалбите натрупани през първите пет години. Тези компании се контролират от Надзорния съвет по ценните книжа и застраховките и от централната банка

Чуждестранните средства може да се инвестират в предварително установени финансови инструменти. Тук се включват акции на чилийски компании, дългови инструменти издадени от централната банка на Чили и институции от общественения сектор, ипотеки, облигации и други. Инвестициите не могат да

надвишават, пряко или косвено, 10% и в някои случаи 15% от капитала на компанията емитент. Инвестирането в инструменти, издадени или гарантирани от същия емитент не може да надвишава 10% от активите на съответната инвестиционна компания. Към края на четвъртата година от операцията, поне 60% от всички средства трябва да се инвестират в дялове на чилийски обществени корпорации и не по-малко от 80% в акции и дългосрочни финансови инструменти. Стандартният закон за чуждестранните инвестиции позволява дейността на чуждестранни инвестиционни фондове. Те се допускат и при конверсията на дълг за собственост.

### *3.3.2. Правила според Глава XVIII*

Тези правила разрешават на граждани на страната или на чужденци, със или без постоянно местожителство в Чили, да придобиват допустими инструменти по външния дълг и да ги използват, за да постигнат местна ликвидност. Преди закупуването на дългови инструменти длъжникът или евентуалният инвеститор трябва да се споразумеят по една от следните алтернативи:

а/ инструментът да се изплати незабавно при представяне в наличност, със или без отстъпка, в чилийски песо;

б/ инструментът да бъде заменен за един или повече инструменти, деноминирани в чилийски песо, в индексирани парични единици на прехода, или в чужда валута, платима в чилийска валута.

Централната банка налага ограничения за броя на замените, осъществявани месечно в съответствие с паричната и валутната политика. Тя продава правото да се закупува дисконтиран дълг /наречен сироз/ на банки оторизирани за международни валутни операции, на търгове, провеждащи се като правило два пъти месечно. Банките могат да си прехвърлят една на друга утвърдените заявки за закупуване на ценни книжа в рамките на даден месец. Тези разпоредби са модифицирани през 1986 година по т.н. Допълнение № 4, за да се поставят чилийците в по-равностойни позиции с чуждестранните инвеститори. То разрешава на чилийски корпорации, банки и финансови институции да заменят собствения си външен дълг за капитал, като преди това са емитирали акции, без да са минавали на търг за правата /сироз/ на предварително плащане в песо. Частните корпорации, кандидатстващи за такава процедура, са силно задължени и получават пряка печалба от конверсията дълг срещу собственост. И тези операции се одобряват от централната банка.

За разлика от конверсията според Глава XIX тази според Глава XVIII не се специфицира по предназначение и не се одобрява от централната банка с изключение на конверсиите по Допълнение № 4. Схемата се използва главно от чилийски банки за погасяване собствените им външни дългове, възползвайки се от предимствата на вторичния пазар, където тези дългове се търгуват с големи дисконти. След събирането на стойността на дълга /около 60%/, на комисионната на централната банка и на разликата във валутния курс, ефективната стойност на погасяване на дълга е приблизително 90%.

Успехът на чилийската програма произтича от яснотата на правилата ѝ и от привързаността на правителството към целите, които преследва: да редуцира или задържи нивото на външната си задлъжнялост и да привлече чужди инвестиции. Програмата подпомогна увеличението на капиталовите ресурси в Чили с оглед да се облекчи капитализацията на банките и компаниите от частния сектор.

Тези цели на правителството оформиха една либерална и относително лесно приложима програма за конверсия на дълг в собственост.

### **3.4. Мексико**

Целта на мексиканската програма е да се насърчават нови инвестиции, които да увеличават производствените мощности и експортния потенциал. Тя е силно структурирана. Това отговаря на стремежа на програмата да гарантира максимално използването на средствата, създадени чрез конверсия и да насочи инвестиции към приоритетни сектори. Началото ѝ беше поставено в рамките на закон за чуждестранните инвестиции и беше разрешено да участват само чужденци.

Програмата се прилага от Министерство на финансите, но всички чуждестранни инвестиции се оторизират от Национална комисия по чуждестранните инвестиции. Те излизат със съвместен набор от конкретни работни насоки и процедури по прилагането на програмата. Конверсиите се съобразяват с таван ежемесечно, за да се контролира паричната експанзия.

Мексиканските компании, считани за подходящи за инвестиране по програмата са (по ред на предпочитание):

- компании, които са вече 100% чуждестранна собственост;
- компании чуждестранна собственост в по-голямата си част;
- компании, които ще преминават в по-голяма или по-малка степен в чуждестранна собственост.

Отдават се и предпочитания на компании експортно ориентирани и с излишък в платежния си баланс; високотехнологични компании; малки и средни компании.

Средствата, добити след конверсията може да се използват по следните начини:

- за придобиване на дълготрайни активи с цел разширение, нови производствени линии или нови икономически дейности, довеждащи до износ;
- за изплащане на следните задължения в песо: към мексикански банки, към мексикански доставчици на мексикански капиталови стоки, задължения към инвеститори в Мексико изобщо.

Изрично се забранява от правилника средствата да се използват със следните предназначения:

- инвестиране в оборотен капитал, освен когато е необходим по изпълнението на одобрен проект при условие, че не са включени плащания извън страната;
- плащане на чуждестранни задължения към банки, филиали на компанията или доставчици.

Какъв дисконт да се приложи при изплащането на държавния дълг в местна валута се решава във всеки конкретен случай от Министерството на финансите. Решение се взема на базата на проценти, предварително установени в работните насоки за девет различни категории печалба, очаквана от инвестицията.

Доходът при изплащането в местна валута се облага с данък за чуждестранния инвеститор - 20% от погасителното плащане без отстъпка или 30% от печалбата. Изнасянето на дивидентите и капитала се подчинява на нормалните данъчни правила за чуждестранните инвестиции.

Капиталът създаден чрез конверсия на дълг не може да се репатрира 12 години. Дивидентите, резултат от одобрените инвестиции, могат да се изнасят, когато са налице. Според споразумението за преоформяне с банките кредитори инвестиционното погасяване не може да се осъществи на по-благоприятна база от амортизацията на първоначалния кредит.

#### ***IV. ОСНОВНИ ЦЕЛИ НА ПРОГРАМА ЗА ЗАМЯНА НА ДЪЛГ ЗА БЪЛГАРИЯ***

Най-големият проблем пред България при прехода към пазарна икономика е да се поеме най-подходящ политически курс на облекчаване бремето на дълга, да се стимулира устойчив растеж и да се развие частният сектор.

Приватизацията и програмата за конверсия биха могли да се стимулират една друга. Ако се използват в комбинация, резултатът може да бъде по-голям дял опростен дълг чрез приватизация на някои от предприятията, допринесли за натрупването на дълга. Ето защо програмата за конверсия на дълга трябва да се разглежда като част от един по-мащабен курс в икономическата политика на правителството, включващ и чуждестранните инвестиции.

Точният баланс на алтернативите ще зависи от конкретните цели и ограничения, които си поставя България. Важно е също да се знае как детайлите на програмата ще влияят върху поведението на потенциалните инвеститори в България.

В самото начало целите трябва да са основните - да се намали външния дълг и да се използват инвестициите като катализатор за по-бързото развитие на частния сектор. Българската програма трябва да се базира на стратегии в четири посоки:

## 1. Да се ускори приватизацията

Приватизацията е специфично изкупуване чрез суап.

Държавна компания се продава на чуждестранен инвеститор, който плаща в местна валута, получена чрез суапова сделка. Тъй като продава правителството, сделката не е инфлационна. В такъв случай суаповете действат мотивиращо за инвеститорите и позволяват на правителството да изплаща дълг с отстъпка. За България това е най-ценния аспект на подобна програма.

Продажните цени на държавните предприятия често са обект на спорове. Пазарните цени обикновено са под стойността им. Суаповете помагат в смисъл, че чуждестранните инвеститори с готовност ще плащат по-висока цена в местна валута. Правителството може да направи още по-привлекателни суаповете по приватизационните сделки, като намали стойността на отстъпката, която задържа. Приватизационни суапове са правени в Мексико и в Чили. В Мексико дългът се опрощава по пълната номинална стойност за инвеститорите, заявили желание да използват приходите да приватизират държавни предприятия. (Аржентина открито забранява това, а Бразилия не разрешава чужденци да получат контрол над бразилска компания.)

Приватизацията на ЕКТЕ в Аржентина може да послужи като добър пример за механизъм, който да се използва в България. Предлага се количество дълг, което да служи за база за сравнение, а не разлика от отстъпката от номиналната стойност. Всъщност дисконтът се съдържа вътре (на основата на общата оценка на всеки отделен купувач за дяловете, които се продават), а явният критерий за подбор е количеството дълг, което се предлага. Тъй като външният дълг се обменя директно за акции на приватизирани предприятия, инфлационният ефект може да не се взема пред вид. При използването на такъв вид система на търгове скъпоструващият и спорен проблем за оценяване на дяловете и активите се избягва. Прилага се двустепенна подборна процедура. В първия рунд се прави предварителен подбор на потенциалните купувачи на базата на текущото им работно състояние, ефективност и финансова мощ. На втория рунд предварително подбраните консорциуми подават оферти, оценявани само от гледна точка на цената. Офертите за контрол върху собствеността се дават в две части:

- а/ обща "основна цена" в налични американски долари, която всички участници в търга трябва да платят;
- б/ "допълнителна цена" във външен дълг, различна при различните участници, на чиято основа се решава кой побеждава.

Натрупаният досега опит насочва към използването на конверсии на дълг като привлекателен финансов инструмент и за длъжници и за кредитори. Търговата система, основаваща се на обема на дълга е ефикасна алтернатива на традиционното, скъпо, спорно и бавно оценяване на дяловете. При липса на развит капиталов пазар, допълването на частните търгове с публично пазарно

предлагане и техники на ЕСОП не само допринася за развитието на тези пазари, но и за приватизацията чрез дялово участие.

## **2. Да се намали външния дълг**

Споразумението с търговските банки подобри перспективите за растеж на България. В същото време обаче, външният дълг остава значителен. Нужен е активен мениджмънт на дълга, за да се намали бремето му. Програмата за конверсия би могла да бъде отличен инструмент за тази цел. Комбинирането на ускорени структурни реформи с изплащането на части от външния дълг чрез програмата ще укрепи фискалната ситуация в средносрочна перспектива. Ако не настъпят резки промени в платежоспособността и предлагането на капитали, на България ще ѝ трябва много по-дълъг период, за да е в състояние да обслужва задълженията си по дълга.

## **3. Да се увеличат преките чуждестранни инвестиции**

- Инвеститорите трябва да са добре мотивирани, но е нужна и селекционна процедура, за да се елиминират сделките, които очевидно само опипват почвата или заобикалят правилата.

- Трябва да се поддържа последователността на програмата във времето и основните насоки на законовата регламентация, приета в началото, не трябва да се променят (разбира се, ако има нужда може да настъпят малки промени).

- Тъй като всички допълнителни инвестиции се правят от банки, трябва да се вземат мерки да се насърчава чуждестранното банково участие. Инвестиционни фондове финансирани чрез заменен дълг биха имали важна роля.

- Разумните ограничения във времето върху репатрирането на дивиденди и капитали са от съществено значение.

## **4. Да се създаде обстановка благоприятна за развитие на бизнеса.**

В България дългосрочното финансиране за разширяване на производството е трудно постижимо в разумни срокове. Такова беше положението и в Аржентина, а в по-малка степен и в Мексико. Местна компания може да използва собствената си валута, за да купи дълга си, понеже програмата за конверсия на дълга действа едновременно мотивиращо за репатриране на капитали и като източник на индустриално финансиране. В Чили финансовите пазари работят добре и портфейлното инвестиране е по-лесно. Суаповете могат удобно да бъдат използвани не само за трансфер на собственост на съществуващи компании, но и за създаване на нови производствени мощности.

## ***V. ЗАКОНОВИ РАМКИ ЗА ПРОГРАМА ЗА ЗАМЯНА НА ДЪЛГ***

Все още няма закон за целните книжа в България,<sup>1</sup> а действащото законодателство не съдържа системни уредби за тяхното закупуване<sup>1</sup>. Възможностите и процедурите за закупуване на ценни книжа от чуждестранни лица са уредени в Закона за стопанската дейност на чуждестранните лица и за закрила на чуждестранните инвестиции (ЗСДЧЛЗЧИ - Държавен вестник, бр.8, 28 януари 1992 г. Определящи също са някои текстове от Закона за банките и кредитното дело, някои разпоредби на Българската народна банка, някои инструкции на Министерството на финансите, и др.

При липсата на пълна законова уредба и принципи за придобиване на дялове държавни ценни книжа от чуждестранни юридически и физически лица е необходимо да се разгледа законодателството, което е в сила днес, за да се изясни базата, определяща конверсиите на дълг в собственост.

### *1. Определение за чуждестранно лице*

Според член 2 от ЗСДЧЛЗЧИ чуждестранно лице е: юридическо лице регистрирано в чужбина; дружество, което не е юридическо лице и е регистрирано в чужбина; физическо лице, което е чуждестранен гражданин с постоянно местопребиваване в чужбина; български гражданин с чуждо гражданство, който е избрал да бъде считан за чуждестранно лице според гореспоменатия закон.

Трябва да се отбележи, че има и други нормативни документи, които дефинират термина чуждестранно лице по повече или по-малко различен начин от гореспоменатия. Определението в Закона за сделките с валутни ценности и за валутния контрол (ЗСВЦВК) също би могло да бъде от практическо значение, но само при на сделки с чужда валута. Според член 3(Е) от ЗСВЦВК българските ценни книжа се считат за чужди валутни ценности, когато са предмет на внос и износ. Приложимо в такъв случай би могло да бъде по-широкото определение за чуждестранно лице в ЗСВЦВК, член 5, алинея 2 (А и Б), според което за чуждестранни лица се считат и всички, напуснали страната преди повече от шест месеца или направили това с намерението да се установят зад граница; чуждите посолства, консулства, търговски представителства, и др.; международни организации, членове на тези институции, семействата им и обслужващите ги чуждестранни служители.

Общият принцип на закона е, че всички сделки и операции с валутни ценности попадат под контрола на Министерството на финансите и на Българската народна банка. За да се развиват такива дейности, лицата трябва да са лицензирани от Министерството на финансите, освен ако не е предвидено друго



чрез закон или наредба на Министерския съвет. Това е достатъчно основание да се приеме ЗСДЧЛЗЧИ за норма към момента на придобиване на акции и държавни ценни книжа от чуждестранни юридически и физически лица. Следва да се прилага и ЗСВЦВК в случаите, когато те са предмет на внос и износ.

## *2. Определение за чуждестранна инвестиция*

Юридическото определение за чуждестранна инвестиция, съдържащо се в член 9 от ЗСДЧЛЗЧИ, се отнася до всяка инвестиция от страна на чуждестранно лице, в това число едноличен търговец или чрез клон, или от фирма с чуждестранно участие повече от 50% "в акции и дялове в търговски фирми, в облигации, съкровищни бонове и други инструменти, издадени от държавата или български юридически лица, които могат да бъдат преотстъпвани".

## *3. Чуждестранно участие в приватизацията*

Член 17, алинея 1 от Закона за банките и кредитното дело (във връзка с Наредба № 7 на Българската народна банка, алинея 1, точка 4 от Допълнителните разпоредби, които определят икономически свързаните лица) дава общия ред за български граждани и местни лица, приложим и към чуждестранни лица с някои ограничения и допълнителни изисквания. Местните или чуждестранните лица, също и икономически свързаните лица - съпрузи или роднини по пряка или съребрена линия до трета степен включително - не могат да придобиват, пряко или косвено, акции в местна банка, които да им осигуряват повече от 5% от общия брой гласове в общото събрание на акционерите.

Макар размерът на чуждестранното участие в новообразувани или съществуващи дружества да не е ограничен (член 3, параграф 3 от ЗСДЧЛЗЧИ), член 5, ал. 3 на същия закон постановява чуждестранните лица или дружества, в които участието на чуждестранно лице (пряко или чрез други дружества с чуждестранно участие) е достатъчно да осигури мнозинство или да пречи при вземане на решения, трябва в определени случаи да получат разрешение.

Чуждестранни лица могат да участват и в приватизацията на държавни и общински компании, включително да придобиват акции - държавна или общинска собственост, както е предвидено според Закона за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия (Държавен вестник бр.38/1992, допълнение бр.51/1994). Законът ясно предвижда, че всички юридически и физически лица могат да участват при равни условия в приватизацията, с изключение на случаите предвидени в член 5, ал. 1. Чуждестранните лица не са изрично предвидени, но според разпоредбите на цитирания закон те се изключват от кръга на имащите право на преференциално участие, с каквото разполагат българските граждани с постоянно местожителство в страната (член 5, ал. 2, 3). Те са изключени също и от приватизацията с инвестиционни бонове, регламентирана в Глава VIII на Закона. Правото да получат такива бонове се дава само на български граждани с постоянно местожителство в страната и навършили 18 години при изтичане на

крайния срок за регистриране на боновете (член 47, ал. 1). Законът не предвижда възможност за прехвърляне на боновете в поименни ценни книги. Вероятно с приемането на Наредба на Министерския съвет и на Закон за приватизационните инвестиционни фондове, редът за приватизация чрез инвестиционни фондове ще се прецизира. За момента няма точна юридическа уредба по този въпрос.

#### *4. Валутен режим за чуждестранни лица*

Според член 15 на ЗСДЧЛЗЧИ чуждестранно лице може да открива банкови сметки и да прави влогове в чуждестранна валута и в лева, да се разпоредва с акции, облигации и други ценни книги. Сделките на чуждестранни лица осъществявани чрез клон или като едноличен търговец, попадат под същите разпоредби като за местни лица.

Наред с това - според член 13, ал. 1 във връзка с извършването на превод на дохода от инвестицията, реализиран в лева, чуждестранните лица имат правото да закупуват чуждестранна валута от българските търговски банки (ал. 1). Репатрирането е възможно след представянето на удостоверение за платени дължими данъци (ал. 2).

Постановление № 15 на Министерския съвет от 8 февруари 1991 г. във връзка с промените във валутния режим и последните изменения в него задължително изисква всички плащания на територията на страната да се извършват в лева (член 1, ал. 1) и налага някои ограничения върху плащанията и преводите на местни и чуждестранни лица зад граница в случаите на непреки инвестиции (самият термин "непреки инвестиции" трябва да се изяснява). Тези операции могат да се осъществяват само с разрешението на Българска народна банка, съгласувано с Министерството на финансите и когато платец е държавно предприятие или дружество с повече от 50% държавно участие - съвместно и със съответния орган, който упражнява правото на държавата като притежател на капитала (член 3, ал. 3, точка 1 и ал. 4). При внос и износ на ценни книжа се прилага дефиницията за чуждестранно лице, както е според ЗСВЦВК, в смисъл че в такива случаи операциите подлежат на валутен контрол.

#### *5. Придобиване на безналични ценни книжа*

Закупуването и плащането на безналични ценни книжа (съкровищни бонове и държавни ценни книжа) се урежда от Наредба № 5 на Министерството на финансите и на Българска народна банка. Наредбата не уточнява дали чуждестранни лица могат да участват на първичния пазар, където държавни ценни книжа се придобиват чрез търгове, организирани от Българската народна банка. Тъй като член 3, ал. 6 предвижда като възможни участници и конкретни институции (като Държавния застрахователен институт - ДЗИ, Държавна спестовна каса - ДСК, търговските банки) и най-общо "финансови институции" (финансови къщи и брокери, които отговарят на изискванията на Наредбата), то може да се допусне, че това се отнася и за чуждестранни лица. Още повече, че дефиницията за чуждестранна инвестиция включва също и вложения в други ценни книжа, издадени от българската държава или от български юридически

лица. Доколкото обаче безналичните ценни книжа се продават на аукциони, организирани от Българската народна банка, от името и за сметка на държавата и въз основа на договор с Министерството на финансите, последното, като емитент, би следвало да дава изрично разрешение на чуждестранните лица да участват на първичния пазар.

Наредбата не съдържа специални разпоредби или забрани за придобиване на държавни ценни книжа от страна на чуждестранни лица на вторичния пазар, така че според нейните изисквания е възможно да се прехвърлят такива на чужди юридически и физически лица. Така държавни ценни книжа може да се придобиват чрез търговските банки, финансовите и брокерски къщи и Първа българска фондова борса - комисионната на борсата е 0.002% от цената на сделката, а минимално се оперира с 5 000 лева.

#### *6. Данъчно облагане*

Законът за данъчното производство определя, че и чуждестранни лица, когато получават доходи в страната, трябва да се регистрират за облагане с данъци (член 6, точка 3). Това става в данъчната служба на територията, където е получен доходът или е направена инвестицията (член 6).

Облагането с данъци на доходите от търговските и държавните ценни книжа става съгласно Указ № 56 за стопанската дейност. Според последните изменения на член 109, ал. 1, доходът от дивиденди, дялово участие, лихви и др., извлечен от чуждестранни лица на територията на страната, се облага с 15%. Алинея 2 на същия текст дава възможност за освобождаване от данък в случаите, когато полученият дивидент се използва за закупуване на акции и облигации в страната. В същото време, дружества с чуждестранно участие, които получават дивиденди от акции и печалба от чуждестранно дялово участие, трябва, в съответствие с цитирания Указ, да плащат данък върху печалбата в размер на 10% от получената брутна сума дивиденди.

Чуждестранни лица извършващи самостоятелна стопанска дейност се облагат с 40% от печалбата (член 108 от Указ № 56 за стопанските дейности). По закона за лихвите върху данъци, такси и други подобни държавни вземания неизплатените данъци се облагат с лихви, възлизащи на 1/360 от основния лихвен процент за периода плюс 0.05% за всеки просрочен ден.

#### *7. Регистрация на чуждестранната инвестиция*

Всички горепосочени случаи подлежат на режим на задължителна регистрация на чуждестранните инвестиции и на настъпилите промени в срок 30 дни от извършването им, което се прави в Министерството на финансите по начин, предвиден в член 11 на ЗИДЧЛПЧИ и Инструкция № 1 на Министерството на финансите за регистрацията на чуждестранните инвестиции, публикувана в Държавен вестник № 43/1992. Инструкцията предвижда всяко чуждестранно лице, което не регистрира инвестицията или представи неверни данни при

регистрацията да се наказва с глоба до 1/10 от размера на нерегистрираната инвестиция.

Макар ЗСДЧЛЗЧИ да премахва изискването повечето инвестиции да бъдат одобрявани от страна на правителството, необходима е регистрация в Министерството на финансите. Тя се налага предимно, за да се облекчи администрирането на специалните права за репатриране на чужда валута, предвидени за чуждестранните инвеститори в член 13. Ако чуждестранните инвестиции не са регистрирани, би било трудно да се установи дали определено чуждестранно лице или фирма имат правото да купуват и превеждат чуждестранна валута по закона. На чуждестранните инвеститори обаче може да се наложи да се съобразяват и с други изисквания за регистрация, наложени от други закони и на българските и на чуждестранните инвеститори. Такъв е например Търговският закон - едноличните търговци, дружествата и компаниите, включително техните клонове, трябва да се регистрират в Районните съдилища. Регистрацията предполага подаване на молба до Съда и получаване на разрешение за функциониране в заявената форма на организация.

#### *8. Компетентни органи*

Законът за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия от 23 април 1992 г. (ДВ № 38 от 1992, поправка ДВ № 51 от 1994 г.) определя органите, упълномощени да осъществяват приватизационни сделки.

Държавните предприятия са под юрисдикцията на Агенцията по приватизация и министерствата, докато общинските - на съответните общини.

Компетентността е различна в зависимост от балансовата стойност на основния капитал: когато той е повече от 70 млн. лева, решението за приватизацията и трансакцията са от компетентността на Агенцията за приватизация; когато е по-малко - на съответното браншово министерство.

## ***VI. ОСНОВНИ КРИТЕРИИ, ПРЕДПОСТАВЯЩИ БЪЛГАРСКАТА ПРОГРАМА***

През последните десетилетия икономическата теория и практика се развива значително. Задължително за България е да се учи от този опит и да го прилага. Трябва да се изучат, колкото е възможно повече уроци. При анализа на опита на другите страни сме взели пред вид три подгрупи въпроси: свързани с разрешаването на инвестицията; финансовите аспекти на самата конверсия; ограничаването на отрицателните аспекти на процеса, оптимизирайки в същото време ползата от него.

Най-напред в България вече са налице сериозни законодателни актове във връзка с чуждестранните инвестиции и приватизацията.

Второ, споразумението за реструктуриране с търговските банки само по себе си вече предопределя дълговите инструменти, които биха били подходящи в една бъдеща програма за конверсия на дълг.

Приоритетите и преференциите, подробно разгледани и обхванати в програмата, са резултат от балансирането между вече сключените споразумения с кредиторите, действащото законодателство и икономическите цели, които тя преследва.

На базата на точно тези аспекти на програмите в Аржентина, Бразилия, Чили и Мексико, които са от особено практическо значение за България, беше уточнен набор от критерии, които да служат за гръбнак на програмата.

Този набор от критерии беше обсъждан с нашия чуждестранен консултант и беше тема на специален семинар, проведен в София през октомври 1994 г. Участваха представители на изпълнителната и законодателната власт, частния сектор и чуждестранните инвеститори в България, а също и научни работници. Този широк форум даде възможност на работната група по проекта да усъвършенства идеите си и да получи обратна връзка по най-важните аспекти на конверсионната програма.

Основна цел на обсъжданията беше да се изяснят аспектите на бъдещата програма, които са безспорно приложими в България. Друга важна цел беше да се разберат причините стоящи зад разликите в програмите и основните икономически и юридически предпоставки за тях. Имайки пред вид законовата и икономическата рамка в България, ние съсредоточихме вниманието си върху основните критерии, които да послужат за гръбнак на една успешна програма за конверсия на дълга.

### *1. Критерии за инструменти по външния дълг за участие в програмата*

Дълговите инструменти се определят съгласно сключеното споразумение с търговските банки. Това са облигации с отстъпка, които се приемат по номинална стойност и облигации с първоначално намалени лихвени плащания, приемащи се за 50% от номиналната им стойност.

### *2. Критерии за допускане на участници в програмата (местни, чуждестранни, със или без постоянно местожителство в страната)*

Това е един от въпросите, които се политизират най-много. Аржентинската програма допуска да участват местни лица или дружества. В Чили по смисъла на Глава 19 участват само лица без постоянно местожителство. Интересното тук е, че Допълнение 4 на чилийската Глава 18 допуска лица с постоянно местожителство да правят инвестиции в съответствие с по-големите стимули предвидени в Глава 19. Чуждестранни компании мексиканска собственост могат да участват в суаповата програма на Мексико. Оказва се, че местните

инвеститори не срещат затруднения при заобикалянето на ограниченията върху тяхното участие, като основават компании-фантоми зад граница. Чили е постигнала успех при селектирането на кандидатите и не е позволявала заобикаляне на закона. Но ограниченията са явно неефективни и създават атмосфера на недоволство и политическо противопоставяне. Когато лихвите в страната са високи и е налице краткосрочно финансиране, суаповете могат да осигурят достъп на местни компании до дългосрочно финансиране в разумни граници.

### *3. Курс на обмяна на дълг в чуждестранна валута за национална валута*

Въпросът е решен от Наредба за реда и условията за участие в приватизацията чрез държавни облигации по външния дълг, член 4, ал. 2 (ДВ № 99 от 1994 г., изменения в ДВ №21 от 1995 г.).

Като цяло курсът на обмяна зависи от политиката на страната по отношение на валутния обмен. Въпросът е неприложим в българската програма, тъй като въвеждането на какъвто и да било преференциален курс би създавало нежелателни допълнителни изкривявания. Изкупуването по пазарния курс, но с помощта на търг или предварително установена отстъпка с цел регулиране на стимулите за инвеститорите, като че ли се прилага най-широко.

### *4. Такси, дължими за право на участие*

Страните, използвали такива клаузи с цел увеличение на фискалните приходи, са ги премахнали впоследствие. В България не се удържа такса участие, тъй като то е част от пазарната приватизация, където брейди-облигациите служат само като нов механизъм на плащане.

### *5. Квоти или тавани за обема на суаповете*

Много важен аспект на програмата е дали съдържа разпоредби за обмяна на дълга в местна валута. За България това не се препоръчва. Българските конверсионни схеми обаче, ограничават участието на Брейди-облигации - с тях може да се плати до 50% от цената на приватизационната сделка, докато останалото би могло да се плати или в наличност, или чрез други финансови инструменти (приватизационни бонове, които ще бъдат издадени при старта на масовата приватизация, дългосрочни държавни облигации по вътрешния дълг).

### *6. Отстъпки, ако има такива, по времето на обмяната*

За да получи правителството по-голям дял от отстъпката на вторичния пазар, трябва:

- да се използват аукциони за установяване цената на изплащане на дълга;

да се допускат участници от страната; да  
отпадне изискването за свежи пари;

*7. Инвестиции, допускани за финансиране чрез програмата за конверсия на дълг*

- За високоприоритетни области, които са относително непривлекателни за инвеститорите, две различни равнища на стимули могат да се използват (осъществени на аукциони или административно).
- За проекти с голям потенциал за трябва да се намерят много точни критерии за тяхната селекция (заетост, реструктуриране на селското стопанство или промишлеността и т.н.).
- Само експортноориентираните инвестиции, както се оказва, са допълнителни.

*8. Преговори във всеки отделен случай или публични търгове за правото да се замени дълг.*

Като използва търгове, за да установи цената правителството може да получи по-голям дял от отстъпката, отколкото ако прилага административни правила или преговори. Бразилия, която използва аукциони, взе по-голям дял от отстъпката, отколкото Чили. Преговори или административни правилници, които да излизат с различни цени за изплащане на различни по приоритетно тълкуване инвестиции, биха могли да бъдат от полза за правителството. Обаче, ако се включат много приоритети, разликите в стимулите за инвеститорите ще са малки и няма да влияят на решенията за инвестиции. Ако има един или два силни приоритета, които не са привлекателни за инвеститорите, може би ще е ефективно програмата да се сегментира и да даде скромни стимули за по-слабо приоритетната категория и много силно да стимулира високоприоритетния сектор. Такава сегментация може да се постигне или по административен път или чрез отделни търгове. Още един пункт в подкрепа на аукционите е прозрачността. Макар нито едно правителство да не допуска до търг без предварителна селекция или разглеждане на всеки отделен случай, аукционите биха снижили вероятността от корупция и допълнили впечатлението за честен и справедлив процес.

*9. Свежи пари, съпътстващи средства, или ограничения върху дела от инвестицията, които може да се финансира чрез конверсия*

Аржентина е единствената страна, която има в своята програма изискване за свежи пари. Чили приложи такова изискване в отделни случаи.

То може и да донесе свежи инвестиции на страната, но не е фискално полезно за правителството. Вероятно е премахването му изцяло да увеличи цената, която инвеститорите са готови да предлагат на търга. По този начин се увеличава делът от отстъпката на вторичния пазар, която правителството може да получи.

#### *10. Приложим данъчен режим*

Всяко специфично тълкуване трябва да е добре преценено, прилагането на общия ред за чуждестранните инвестиции не води до изкривявания.

#### *11. Ограничения върху репатрирането на капитала и изнасянето на печалбите*

Всички програми забраняват плащането на дивиденди и/или репатрирането на капитал в продължение на няколко години - като правило четири години за дивиденди и 10-12 години за капитал. Повечето небанкови институции-участници залагат на оставането в съответната страна за по-дълги срокове. Българските схеми за конверсия на дълг налагат известни ограничения - доходът от инвестицията в брейди-облигации не може да се превежда по-рано от четири години след нея, а трансфер на капитал (ликвидационната квота или цената, получена от продажбата на предприятието) не може да се осъществява преди да са изминали десет години. Като цяло ограниченията доста подобряват краткосрочния платежен баланс.

#### *12. Правила за институциите и функционирането*

а/ Институцията, упълномощена да осъществява програмата трябва да е определена много точно от Министерството на финансите или Централната банка.

/

б/ Със самите юридически инструменти трябва да може удобно да се оперира и те трябва да пасват добре на действащите законови рамки.

в/ Вземането на решения трябва да е точно определен процес и да почива на постоянен поток от информация.

г/ Операциите - кандидатстване, селекция, координация на институциите, предварителният и последващият контрол върху приложението и санкциите - трябва да са добре структурирани и прозрачни за обществеността.

д/ Трябва да се постанови механизъм за определяне качеството на инвеститорите, като се включи информационна система в чужбина. В Чили успехът на програмата се приписва и на отличната мрежа от кореспондентски банки на Чилийската централна банка.

е/ Системата на надзор върху целия процес е от изключително значение.



### *13. Селекциониране на предложените инвестиции*

Всички правителства имат специфични селекционни процедури за суаповите си програми. Целите и критериите при селекцията са различни в различните страни.

а/ по отношение критерия "допълнителност" /и предотвратяване на заобикалянето на правилата/.

Селекционирането е ефикасно, дори когато се очаква да не даде най-добрите възможни резултати. То трябва да се върши експедитивно.

б/ по отношение на приоритетните сектори, региони и експортно-ориентирани производства.

При съществуващата силно положителна връзка на експортната ориентация с допълнителността се препоръчва селекцията, търговете и преговорите да се ограничат до експортните проекти, а селекцията да е по-строга за не-експортните проекти. Ограниченията за създаване на нови производствени мощности може да се окажат непродуктивни поради силната връзка между началното суапово изкупуване и допълнителните инвестиции. Някои от суаповете за финансово реструктуриране се използват за погасяване на дълг, който е бил поет от Централната банка. Такива суапове не са инфлационни и реално струват по-малко на икономиката на страната. /Чили има добра процедура и механизъм за селекция на кандидати задгранични компании-фантоми собственост на чилийци/.

### *14. Последователност и стабилност на програмата*

Една програма за конверсия на дълг има нужда от време да съзрее, да добие известност и да спечели доверието на инвеститорите. По тази причина добре обмисленият старт и последователността са от голяма важност. Ясно личи от изходните резултати на различните програми, че една стабилна и последователна програма след една или две години приложение започва да дава значително повече инвестиции.