

Реструктуризация суверенного долга: понятие, процесс, проблематика

Дмитрий ГОРЛАТОВ



ЭКОНОМИСТ

Одним из важных последствий глобального кризиса 2008–2009 гг. стало обострение долговых проблем на суверенном уровне. Хотя эпидемии дефолтов и не произошло, общий уровень государственного долга продолжает оставаться в восходящем тренде, а в ряде стран находится на исторических максимумах. Тревожные оценки уязвимости государственных финансов лишь усилила повсеместная политика «затягивания поясов», способствующая затуханию экономической активности через бюджетный канал и угрожающая превратить рост государственного долга в самоподдерживающуюся тенденцию.

В этой связи недавний кризис суверенного долга в ЕС, затронувший страны европейской периферии, вновь привлек внимание к проблеме реструктуризации государственной задолженности.

Ключевые слова:
реструктуризация государственного долга, долговой кризис, мировая финансовая система, международные финансовые институты.

Объем суверенных долговых обязательств, оказавшихся в зоне риска, действительно беспрецедентен – пострадали интересы институциональных инвесторов, т. е. наиболее крупной консервативной части инвесторской базы. Все это, а также знаменитая «аргентинская долговая сага», обнажившая серьезные проблемы в правовой плоскости, дало сильные импульсы к изменениям в регулировании данной сферы, и прежде всего на наднациональном уровне.

Понятие реструктуризации суверенного долга

Несмотря на то, что общепризнанного определения не существует, под реструктуризацией суверенного долга¹ (РСД) следует понимать обмен непогашенного суверенного долгового инструмента (кредит, облигация) на новый долговой инструмент, или денежные средства, организованный через законодательно отрегулированный процесс [1].

В случае выпуска нового долгового инструмента реструктуризация может включать в себя:

- удлинение сроков погашения, сопровождаемое (часто, но необязательно) уменьшением процентных ставок, предполагает так называемое «облегчение бремени долга» (*debt relief*) и/или списание долга, т. е. безвозвратное уменьшение номинальной стоимости основной суммы долга.

Для суверенной задолженности наиболее распространена реструктуризация, предполагаю-

щая только облегчение бремени долга, – более 2/3 всех случаев реструктуризации², однако оба варианта влекут так называемую «стрижку» (*haircut*) – потерю части чистой приведенной стоимости долга для держателя долгового обязательства.

Другой возможностью реструктуризации суверенного долга является его обратный выкуп – обмен действующего долгового инструмента на денежные средства, зачастую со скидкой.

Реструктуризация суверенного долга не обязательно связана с кризисными явлениями и может являться частью повседневной деятельности по управлению долговыми обязательствами. В дальнейшем речь пойдет исключительно о реструктуризации так называемого «бедствующего долга» (*distressed debt*) – обмене долга, который вызван экономическим кризисом и при котором происходит ухудшение условий для его держателей.

Родственным с РСД понятием является *суверенный дефолт*, т. е. неисполнение центральным правительством своих долговых обязательств.

Обычно реструктуризация суверенного долга следует после дефолта, но все чаще встречается и упреждающая реструктуризация, когда перед лицом дефолта правительство предпринимает заблаговременные шаги по достижению компромисса с кредиторами. Упреждающая реструктуризация, несомненно, является более цивилизованной формой

¹ К суверенному долгу здесь и далее будем относить прямой государственный долг правительства суверенного государства.

² При подготовке данной статьи использована широкая информационная база известных РСД за период 1950–2010 гг. [1], а также подготовленные к ней дополнения (Trebesch 2012–2014), доступные по электронному адресу: <https://sites.google.com/site/christophretrebesch/data>.

взаимодействия с инвесторами и обоюдно выгодна по сравнению с вариантом прямого дефолта.

Также не после каждого дефолта происходит реструктуризация. И наоборот, упреждающая реструктуризация в случае успеха переговоров помогает избежать дефолта как факта неисполнения своих контрактных обязательств, но почти всегда ведет к потере приведенной стоимости для владельцев долговых обязательств и в ряде случаев трактуется как дефолт. В частности, такую трактовку предлагают рейтинговые агентства.

Еще одним смежным понятием, получившим распространение в последние годы, является *кредитное событие (credit event)*, концепция которого используется в рамках CDS-контрактов³. В соответствии с определением Международной ассоциации свопов и деривативов (ISDA) кредитное событие по финансовому обязательству, лежащему в основе CDS-контракта, наступает в случае:

- неуплаты основного долга или процентов по соответствующему финансовому обязательству (кредит, облигация);
- «бедственной» реструктуризации долга, т. е. ведущей к ухудшению условий для владельцев финансового обязательства;
- отказа от долга, подразумевающего официальное объявление о намерении приостановить обслуживание долга (мораторий или оспаривание действительности долга).

Не всякая реструктуризация автоматически означает кредитное событие, в случае добровольной реструктуризации в периоды экономической стабильности кредитное событие не наступает, что очень схоже с трактовкой дефолта рейтинговыми агентствами.

При «бедственной» реструктуризации происходит облегчение бремени долга, т. е. уменьшение долговой нагрузки на заемщика. Несмотря на обилие возможных подходов, МВФ, рейтинговые агентства и большинство участни-

ков рынка для оценки потерь инвесторов («стрижки») используют приведенную стоимость. Наиболее известны два способа калькуляции [2]:

$$H_{1t}^i = 1 - \frac{PV \text{ нового долга } (r_t^i)}{\text{номинал старого долга}}, (1)$$

где H_1 – размер «стрижки» для страны i , проводящей РСД в период времени t ,

r_t^i – соответствующая рыночная ставка,

PV нового долга – приведенная стоимость нового долга.

Данный способ расчета обрел популярность среди участников рынка и на бытовом уровне, поскольку не требует знания детальных характеристик старого долга. Кроме того, при дефолте происходит ускорение платежей по долговому обязательству (например, невыплата процентов, как правило, наделяет кредиторов правом требования немедленного погашения всей суммы долга);

$$H_{2t}^i = 1 - \frac{PV \text{ нового долга } (r_t^i)}{PV \text{ старого долга } (r_t^i)}. (2)^4$$

Формула (2) дает, пожалуй, более справедливую оценку «стрижки» (используются одинаковые подходы к исчислению старого и нового долга – дисконтированный поток) и не случайно получила распространение в научно-исследовательских публикациях. К сожалению, большинство источников не поясняет способа расчета или тем более параметров дисконтирования долга, что приводит к появлению множества противоречивых цифр и оценок.

Классификация РСД

В зависимости от категории суверенной задолженности различают 4 основных канала, по которым осуществляется РСД (таблица).

Структурные изменения на рынке суверенных заимствований

отразились на развитии соответствующих каналов реструктуризации. Снижение значимости банковского (синдицированного) кредитования привело к постепенному закату Лондонского клуба.

Работа Парижского клуба базируется на нескольких правилах: 1) решения принимаются на индивидуальной основе в каждом конкретном случае; 2) требуется консенсус всех стран-кредиторов; 3) долговые переговоры проводятся только со странами, остро нуждающимися в облегчении долгового бремени, что подтверждается наличием действующей экономической программы с МВФ и оценками долговой устойчивости; 4) все условия выполняются кредиторами солидарно; 5) соглашения в рамках клуба обеспечивают равные условия со стороны каждого из кредиторов (нельзя предложить лучшие условия, чем консенсус).

Парижский клуб остается важной площадкой урегулирования долга развивающегося мира. Однако возможности диктовать в его рамках условия неуклонно снижались, что способствовало последовательному смягчению условий реструктуризаций. Кроме того, в последние два десятилетия наблюдается быстрый рост двустороннего официального долга вне рамок Парижского клуба⁵, ослабляя тем самым его значимость.

Нельзя сказать, что работа Парижского клуба уходит в прошлое или проблемы высокой задолженности беднейших стран становятся менее острыми. Тем не менее основное внимание, связанное с проблемой мировых долгов, давно приковано к реструктуризации суверенных облигаций и именно данный вид РСД будет рассматриваться далее.

Процесс реструктуризации. Ключевые этапы

Непосредственным поводом к началу процесса реструктуризации суверенного долга может послужить объявление дефолта или публичное заявление о намерении

³ Cross-default swaps, или CDS-контракты, представляют собой контракт-страховку на возмещение покупателям CDS денежных средств в случае наступления дефолта по долговым обязательствам выбранного заемщика.

⁴ Оба способа расчета обычно игнорируют возможные условные выплаты (например, бонусы, привязанные к динамике ВВП и др.), которые все чаще используются на практике.

⁵ В последние годы лидером рынка двусторонних госзаимствований стал Китай, который не входит в Парижский клуб. Несмотря на связанный и квазисуверенный статус большинства таких долгов, их объем становится все более весомым фактором. В том числе поэтому Парижский клуб перестает быть безусловным центром координации политики официальных кредиторов.

Таблица

Основные каналы реструктуризации суверенного долга

Площадка	Категория долга	Описание
Парижский клуб кредиторов*	Двусторонний официальный долг	Неформальная группа государств-кредиторов, представляющая собой форум для урегулирования долговых вопросов с развивающимися странами. Парижский клуб не имеет юридического статуса и формальных правил работы и представляет собой скорее согласованный участниками клуба набор правил и принципов по облегчению бремени долга бедных стран. Расцвет приходится на 1980-е гг., когда клуб утвердился в качестве одной из центральных площадок для урегулирования долговых кризисов. С этого периода в рамках Парижского клуба заключено более 430 соглашений по РСД, сумма урегулированных обязательств превысила 580 млрд. долл. США. Отличительное свойство – индивидуальный подход, подстройка под особенности страны-должника
Лондонский клуб кредиторов	Кредиты/займы коммерческих банков	Вопреки названию, не является ни юридически самостоятельным институтом в Лондоне, ни даже организованным клубом. Термин «Лондонский клуб» впервые появился для обозначения рутинного переговорного процесса по РСД между развивающимися странами и западными банками на стыке 70-х и 80-х гг. Примечательно, что большинство таких переговоров проходило в Нью-Йорке. Ключевым органом Лондонского клуба выступает Банковский консультативный совет, каждый раз формируемый из представителей крупнейших банков-кредиторов для ведения переговоров о реструктуризации. По их завершении условия реструктуризации подлежат одобрению остальными банками-кредиторами (требуется консенсус)
Предложение об обмене	Коммерческий долг (облигации)	Самая «рыночная» форма урегулирования. Предложение об обмене направляется в адрес держателей суверенных облигаций. Характерной особенностью является, как правило, рассеянная структура владельцев долга – количество держателей облигаций может исчисляться тысячами физических и юридических лиц. Еще 20 лет назад количество примеров реструктуризации суверенных облигаций было ничтожно, но постепенно с развитием рынка еврооблигаций данный канал реструктуризации стал преобладающим
Международные финансовые институты (МВФ и Всемирный банк)	Многосторонний долг развивающихся стран	Несмотря на смягчение подходов в отношении облегчения долгового бремени развивающихся стран в рамках Парижского/ Лондонского клубов, к середине 90-х гг. назрела необходимость в более комплексном решении этой проблемы. В 1996 г. МВФ и Всемирный банк провозгласили инициативу в отношении долга бедных стран с высоким уровнем задолженности (НІРС), дополненную впоследствии инициативой по облегчению бремени долга на многосторонней основе (MDRI). В рамках НІРС наиболее бедным странам в случае согласования ключевых реформ предоставляется особый льготный режим кредитования и возможность списания значительной части долгового бремени. Инициатива подходит к завершению – 36 из 39 стран, потенциально отвечающих критериям НІРС, выполнили все необходимые условия и получили 100-процентное списание соответствующего долга

Источники: [1; 3].

* На данный момент постоянными членами клуба являются 22 страны. Парижский клуб – не обязательная площадка для урегулирования двустороннего официального долга, в простых ситуациях страны могут договариваться напрямую. Актуальность данного канала возрастает, когда существует необходимость в координации действий нескольких кредиторов.

осуществить реструктуризацию (рисунк).

Для представления интересов инвесторов формируется кредитный комитет, куда обычно входят наиболее крупные и авторитетные держатели облигаций (инвестиционные фонды и банки).

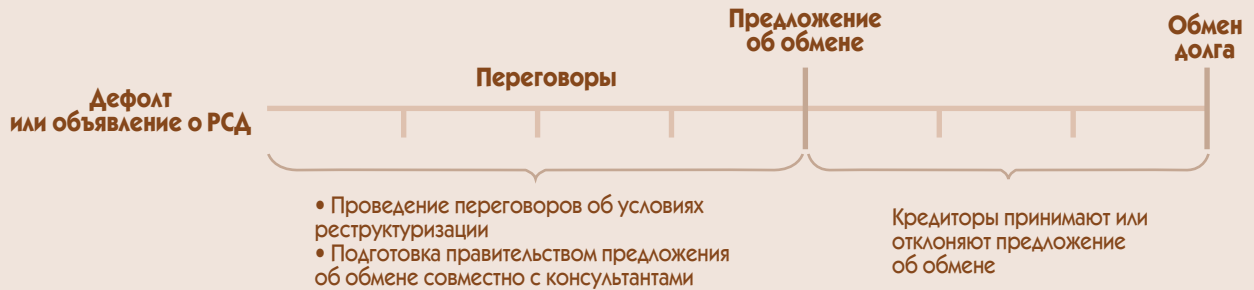
Далее правительство вступает в предварительные переговоры с комитетом относительно условий предлагаемой реструктуризации. Такие переговоры осуществляются напрямую или при посредничестве профессиональных консуль-

тантов. Целью предварительных переговоров является согласование основных условий реструктуризации и размера «стрижки», которые помогли бы восстановить долговую устойчивость при сохранении приемлемого уровня бюджетных расходов. Очень часто долговые переговоры используются как площадка для коммуникации в мир ключевой макростатистики и пояснений по проводимой экономической политике.

Предварительная фаза переговоров может растянуться от од-

ного-двух месяцев до нескольких лет, очень часто она увязана с экономической программой МВФ. На начальном этапе осуществляется верификация государственного долга, т. е. уточнение характеристик полного круга долговых обязательств правительства. Важным этапом является проведение подробного анализа устойчивости госдолга, что позволяет определить разрыв бюджетного финансирования, необходимые размеры макроэкономической корректировки и облегчения бремени

Типовая схема РСД (суверенные облигации)



Рисунок

долга. По результатам обратной связи с кредиторами формируется финальное предложение об обмене (*exchange offer*), оглашается крайний срок для участия в обмене. По достижении порогового процента участия держателей облигаций (обычно 75–85% от их общего количества) соглашение о реструктуризации считается достигнутым.

Трансграничный, внебиржевой и обезличенный характер рынка суверенных облигаций препятствует оперативному взаимодействию с держателями долга, особенно розничными инвесторами. Следствием такой диверсифицированной структуры становится проблема координации действий инвесторов, приводящая к уклонению их части от участия в реструктуризации. Впрочем встречаются и примеры высококонцентрированной структуры держателей облигаций, когда эмитентам и инвесторам удавалось достаточно быстро найти общий язык (Молдова, 2002 г.; Ямайка, 2010 г.; Украина, 2015 г. и др.).

Общая длительность процесса реструктуризации может составлять от нескольких недель (Греция) до нескольких лет и даже больше (Аргентина). В среднем продолжительность облигационной реструктуризации более чем в 2 раза короче, чем реструктуризации банковского долга (13 против 31 месяца) [1]. Следует отметить общую тенденцию к сокращению сроков РСД, а в последних примерах (Греция, Украина) переговорная стадия была сведена к минимуму – вместо того чтобы вступать в вязкие переговоры, суверенный заемщик в одностороннем порядке вырабатывал

условия РСД, которые затем принимались нужным количеством держателей долга.

Юридические аспекты РСД

Глобальный рынок суверенных займов вращается вокруг небольшой группы финансовых центров, и прочное лидерство Нью-Йорка и Лондона предопределило доминирование данных юрисдикций в качестве регулирующего права еврооблигаций. При этом заметно разграничение по географическому принципу – на европейском континенте преобладает английское право, в Западном полушарии – право штата Нью-Йорк.

Правовое регулирование РСД – динамично развивающаяся сфера, тесно связанная с преодолением сложностей и проблем в этой области. Как отмечалось ранее, основным препятствием проведения успешной РСД является возможность уклонения от участия части инвесторов. События вокруг аргентинского дефолта высветили все риски такой ситуации и стимулировали широкое внедрение в контрактную документацию положений о коллективных действиях.

Положения о коллективных действиях (CACs) определяют представительство кредиторов на переговорах, пороговые уровни участия инвесторов для изменения финансовых условий облигаций и позволяют оказывать влияние на мотивацию и возможности по судебному преследованию эмитента.

CACs дают возможность квалифицированному большинству инвесторов (как правило, это держатели более 75% от номинала

бумаг) преследовать две группы целей:

- изменять финансовые условия облигаций (номинал, проценты и сроки погашения);
- ограничивать возможности защиты прав уклонившихся инвесторов. Такое ограничение может заключаться в блокировании положений по ускорению платежей, которые обычно автоматически активируются после дефолта, либо в препятствии началу судебного процесса. В свою очередь, наиболее эффективно воспрепятствовать судебному преследованию помогают эмиссии с трастовой структурой (более характерны для нью-йоркского права), когда функция отстаивания интересов держателей облигаций в суде делегируется специальной структуре (*trustee*), а для подачи искового заявления необходима поддержка держателей 20–25% номинала бумаг. Надежным способом демотивации уклонений являются также положения и оговорки, согласно которым любая восстановленная в судебном порядке стоимость распределяется пропорционально среди всех инвесторов.

Практика использования CACs хорошо зарекомендовала себя, с 2003 г. она постепенно вошла в обиход права штата Нью-Йорк, а с 2013 г. является обязательной для включения в проспекты облигаций в юрисдикции ЕС.

Отметим также, что использование тех или иных положений в эмиссионной документации является скорее негласным рыночным стандартом, нежели предписанной законом нормой. Эмпирические свидетельства сколько-нибудь значимого влияния включения CACs на стоимость суверенного долга отсутствуют.

При наличии значительного количества выпусков одного и того же эмитента координация деятельности инвесторов осложняется еще больше. В таких случаях для повышения эффективности САСs стали использоваться *aggregating provisions (aggregation clauses)* [1; 4]. Все облигационные серии с такими положениями объединяются для целей голосования и последующего участия в РСД. Стандартной является система голосования с двумя порогами, когда для поладания отдельного облигационного выпуска в РСД необходима поддержка, например 66% его держателей, а общий порог одобрения составляет 85% от стоимости реструктурируемого долга.

Среди других способов поддержки РСД отметим *соглашения об отказе (exit consents)*, позволяющие простому большинству держателей ухудшать нефинансовые условия старых облигаций (например, исключать положения об отказе от суверенного иммунитета или финансовые ковенанты, проводить делистинг облигаций для снижения их ликвидности и др.). Использование таких уловок делает идею уклонения от участия в обмене менее привлекательной, что особенно актуально в случае отсутствия положений САСs.

Необходимо также упомянуть *положения по ускорению платежей (acceleration clauses)*, позволяющие требовать погашения всей основной суммы долга и накопленных процентов в случае нарушения эмитентом платежной дисциплины (например, пропуск очередной купонной выплаты), а также оговорки *кросс-дефолт (cross-default)*, дающие возможность объявлять дефолт долгового обязательства в случае допущенного дефолта по другому обязательству данного эмитента. Включение таких оговорок способствует выстраиванию более справедливых отношений между кредиторами, препятствуя так называемым выборочным дефолтам. И кросс-дефолт, и ускорение платежей обычно активируются определенным минимумом голосов (25%).

В целом, несмотря на улучшение инструментария для минимизации уклонений, длительные судебные разбирательства остаются существенной проблемой современной практики РСД. Не до конца изученной является также связь между рынком CDS-контрактов и мотивацией кредиторов. Львиную долю таких контрактов приобретают спекулятивно настроенные финансовые инвесторы, не имеющие позиций в соответствующем суверенном долге (т. н. *naked CDS*). Сложности могут появиться, если CDS-инвестор способен влиять на вероятность дефолта суверенного заемщика (что маловероятно, но возможно). Другой, более важный моральный риск возникает, когда CDS приобретается для хеджирования суверенного долга. Так называемая «проблема пустого кредитора», больше известная на корпоративном уровне, заключается в подрыве заинтересованности кредитора в успешной реструктуризации долга. Это проявляется в нежелании вести длительные переговоры в добросовестном ключе или даже намерении уклоняться от любых предложенных условий реструктуризации.

Экономические аспекты РСД

Оставляя за скобками фундаментальные причины, приводящие к суверенным дефолтам и реструктуризациям, обратимся к отдельным нюансам экономической стороны РСД.

Прежде всего принципиальное значение имеет то, явилась ли потребность в реструктуризации результатом кризиса ликвидности суверенного баланса или имеет место потеря платежеспособности. Ситуация неликвидности означает временную невозможность отвечать по текущим обязательствам и может возникнуть вследствие, например, наложения приходящих внешних факторов на неблагоприятный долговой профиль, низкий уровень международных резервов и/или потерю доступа на рынки капитала. Чаще всего в данную ловушку

попадают страны с высоким соотношением «краткосрочный внешний долг/резервы», значительной потребностью во внешнем финансировании и затрудненным доступом к рефинансированию. Поскольку долгосрочная устойчивость долга под сомнение не ставится, для исправления положения достаточно увеличить сроки платежей по суверенному долгу, т. е. провести РСД без списания основной суммы долга.

В свою очередь, ситуация неплатежеспособности означает потерю устойчивости государственного долга и возникает, когда при любых разумных вариантах макроэкономической корректировки приведенная стоимость будущих бюджетных доходов оказывается меньше расходов, включая расходы на обслуживание государственного долга. В этом случае единственной возможностью вернуть уровень государственного долга на приемлемую траекторию является списание его части в рамках реструктуризации. При этом очень часто на вопрос о долговой устойчивости нельзя ответить однозначно. Сложности с прогнозированием экзогенных факторов, внутренней политики или, например, отдачи от структурных реформ приводят к тому, что значительное число стран⁶ находится в так называемой «серой зоне», т. е. неподалеку от границы долговой устойчивости. Такая двусмысленность еще больше обостряет разногласия вокруг целесообразности РСД и размера «стрижки» с одной стороны и масштабов макроэкономической корректировки с другой, а несовершенство действующих механизмов и политическая целесообразность иной раз приводят к грубым просчетам даже самых авторитетных МФИ.

Другая развилка возникает при ответе на вопрос, вызвана РСД нежеланием или неспособностью отвечать по своим обязательствам? В отличие от неспособности платить нежелание носит субъективный характер и относится к так называемой политической стороне кредитоспособности эмитента. Здесь могут

⁶ Например, согласно оценке устойчивости внешнего долга бедных стран (МВФ, 1 января 2017 г.) более 30% стран с низким доходом подвержены высокому риску долгового кризиса или переживают его, а еще для 50% стран такой риск нельзя считать низким (см.: <https://www.imf.org/external/Pubs/ft/dsa/DSAlist.pdf>).

быть самые различные поводы, начиная от стремления избежать непопулярных реформ или жестких мер экономии и заканчивая признанием прежней власти коррумпированной/преступной, а ее долга – «одиозным». Показателен пример Эквадора (2008 г.), когда новые власти в условиях относительно благополучной макроэкономической ситуации по результатам проведенного аудита объявили незаконными два еврооблигационных выпуска. Вскоре эти бумаги были выкуплены с рынка со «стрижкой» 68%. Отдельным случаем являются также дефолт/РСД, вызванные введением внешних санкций против страны.

Издержки и последствия РСД. Факт реструктуризации суверенной задолженности влечет за собой серьезные последствия, многие из которых носят долгосрочный характер. Прежде всего принято считать, что РСД приводит к временному закрытию или по меньшей мере ухудшению доступа на международные рынки капитала и повышению стоимости фондирования. Однако существующие эмпирические исследования достаточно противоречивы. Распространен вывод, что премия за дефолт действует лишь несколько лет после РСД [5] и не превышает 50 базисных пунктов. В более поздних исследованиях [2] установлена зависимость между стоимостью фондирования и размером «стрижки» в рамках РСД (повышение размера «стрижки» на 20 п. п. ведет к росту стоимости долга на 170 б. п.).

Известно также о краткосрочном негативном влиянии реструктуризации на объем выпуска и внешнюю торговлю. В то же время успешная РСД прекращает все распри с кредиторами и открывает дорогу к восстановлению позиций на рынке суверенного долга, чем выгодно отличается от состояния неурегулированного дефолта [6].

Наконец, дискуссионным остается вопрос о влиянии РСД на национальный финансовый сектор и финансовую стабильность; прослеживается опосредованное влияние по каналу прямых иностранных инвестиций и на доступ к кредиту для частного сектора.

Международная практика РСД

С 1950 г. зафиксировано более 600 случаев РСД, причем выделяется несколько крупных волн (середина 1980-х; 1997–1999 гг.), совпадающих с известными кризисными явлениями. Более 70% случаев РСД касаются официального долга и заключены в рамках Парижского клуба кредиторов, однако с точки зрения объемов обязательств преобладают РСД перед частными кредиторами (Лондонский клуб и суверенные облигации) – почти 3/5 от общей суммы РСД [1].

В последние 20 лет именно реструктуризация суверенных облигаций выдвинулась на первый план. Случаи Аргентины, Греции и Украины, как наиболее известные РСД, подробно описаны ниже. Помимо них можно упомянуть случаи Кипра (2013 г.), Ямайки (2010 г. и 2013 г.), Белиза (2006 г. и 2012 г.), Эквадора (2008 г.) и др.

Аргентина (2005 г.; 2010 г.)

Среди особенностей реструктуризации 2005 г. следует выделить: 1) рекордный (на тот момент) объем дефолта – 66 млрд. долл. США облигационного долга; 2) исключительно сложную структуру долга (152 облигационных выпуска 8 различных юрисдикций в 6 валютах, тысячи разрозненных инвесторов различной категории и местоположения); 3) неконструктивную позицию властей и сложный климат во время переговоров (первое формальное предложение об обмене поступило инвесторам спустя 21 месяц после дефолта); 4) беспрецедентные потери инвесторов (71–75%) и рекордный объем долга перед уклонившимися инвесторами (18,6 млрд. долл. США).

Фактический дефолт Аргентины состоялся 3 января 2002 г. (пропуск процентных платежей по гособлигациям), однако о намерении пойти на такой шаг власти объявили двумя месяцами ранее.

После длительных и безуспешных переговоров Аргентина в одностороннем порядке прекратила диалог и в январе 2005 г. представила общее для всех инвесторов предложение об обмене. Одновременно было принято внутреннее законодательство, исключающее в дальнейшем новые предложения на лучших

условиях и будущие выплаты уклонившимся инвесторам. Благодаря этому уже к апрелю удалось обеспечить 76% участия в реструктуризации и предложение было закрыто [7].

Структура и условия сделки. С учетом частичной капитализации долга по просроченным процентам в периметр сделки вошли почти 82 млрд. долл. США. Взамен старых облигаций инвесторам предложили три опции:

1) 35-летние облигации аналогичного номинала и купоном в размере 3,2% (42% от объема сделки);

2) 30-летние облигации со списанием 66% номинала, купоном 8,28% (34%);

3) 42-летние облигации в аргентинских песо, индексируемые на темп инфляции, со списанием 31% номинала ввиду конверсии и купоном в размере 3,31% (24%).

Интересным новшеством стало приложение к каждой облигации стрипов, выплаты по которым обусловлены динамикой ВВП Аргентины.

В итоге 62,3 млрд. долл. США номинала старых бумаг обменяли на 35,2 млрд. долл. нового долга, средние потери инвесторов составили более 70%, государственный долг Аргентины снизился со 148% до 72% от ВВП.

Хотя уровень госдолга Аргентины и сократился в два раза, «тяжелое наследие» дефолта заметно отравляло инвестиционный климат в стране, наглухо закрыло международные рынки капитала, а поток судебных исков в иностранных юрисдикциях генерировал массу неприятных проблем. Поэтому в 2010 г. правительство Аргентины сделало повторное предложение об обмене для уклонившихся инвесторов на чуть менее благоприятных, чем прежде, условиях. В результате удалось дополнительно реструктурировать 12,4 млрд. долл. США. Долг уклонившихся от реструктуризации инвесторов не признавался Аргентиной и не учитывался в официальной статистике.

По разным оценкам усредненный размер «стрижки» по реструктуризациям 2005 г. и 2010 г. составил более 70%, совокупный уровень участия – более 91%.

Большая часть оставшегося долга была по бросовым ценам

выкуплена т. н. «фондами-стервятниками» (*vulture funds*) – спекулятивным капиталом, нацеленным на судебное преследование должников для извлечения максимальной выгоды. Результатом многолетних разбирательств в суде штата Нью-Йорк стали блокировка выплат по реструктурированным выпускам Аргентины и, как следствие, технический дефолт в августе 2014 г. Выходом из возникшего тупика послужила смена политического руководства Аргентины в конце 2015 г. Избранный президент М. Макри объявил курс на урегулирование всех долговых разногласий. В результате в апреле 2016 г. состоялось возвращение Аргентины на международный рынок капитала. Из 16,5 млрд. долл. США еврооблигаций нового выпуска 9,3 млрд. долл. пошли на финальные выплаты по старому долгу, тем самым была поставлена точка в многолетнем споре.

Уроки и последствия. События вокруг дефолта Аргентины внесли важный вклад в понимание проблематики РСД, оказали влияние на эволюцию мировой финансовой системы (появление проекта SDRM; совершенствование контрактной системы (внедрение SACs, развитие принципов *good faith IIF*)). Несмотря на итоговую победу спекулятивного капитала, аргентинский случай нанес репутационный ущерб контрактной концепции, когда нескольким хедж-фондам удалось подчинить своей воле более 90% инвесторов, получив при этом кратное умножение инвестиций.

Греция (2012 г.). Предпосылками греческого долгового кризиса выступили накопленные макроэкономические дисбалансы (приток дешевого капитала и потребительский бум; потеря конкурентоспособности торгуемых секторов и др.). Во время мирового финансового кризиса эти дисбалансы усугубились, а уровень государственного долга превысил 120% от ВВП. Спусковым крючком стала внезапная потеря доверия инвесторов, когда в конце 2009 г. новоизбранное правительство придало огласке двукратное занижение бюджетного дефицита. Это спровоцировало взлет доходности по греческому долгу и цепочку негативных последствий в экономике.

Совсем скоро под ударом оказались рынки суверенного долга Италии, Испании и других стран, а крупнейшими держателями греческих гособлигаций являлись системно значимые французские и немецкие банки. Перед лицом общеевропейского финансового кризиса т. н. «тройка» (МВФ, ЕЦБ и Европейская комиссия) подготовила для Греции экономическую программу объемом 110 млрд. евро, одобренную в мае 2010 г. Однако, несмотря на принятые меры, государственный долг к концу 2011 г. достиг 165% от ВВП. Как результат, в феврале 2012 г. Греция обнародовала крупнейшее в истории предложение об обмене, затронувшее суверенные облигации в греческой и иностранной юрисдикциях на общую сумму 205 млрд. евро. Ввиду недостаточного первоначального уровня участия парламентом был принят спорный закон о ретроактивном внедрении SACs в облигации греческой юрисдикции. В итоге в реструктуризации приняли участие все 177 млрд. еврооблигаций в домашней юрисдикции и 21 млрд. еврооблигаций (77%), выпущенных по английскому и американскому праву. Спустя всего 2 недели сделка была закрыта. Общий объем долгового облегчения составил порядка 106 млрд. евро, или 55% от ВВП [8].

Существует дискуссия – стоило проводить РСД на этапе одобрения экономической программы в 2010 г. или на год позже, когда долговая неустойчивость стала очевидной. Но в любом случае реструктуризация признана «слишком малой и слишком запоздалой», а главный итог промедления – замещение значительного объема частного долга на институциональный, который, как известно, списанию не подлежит. Это существенно сузило будущие возможности по облегчению долгового бремени Греции и предопределило дальнейшие проблемы. К концу 2016 г. объем греческого долга составил более 180% от ВВП, что примерно в полтора раза превышает уровень на момент начала долгового кризиса, – лучшее свидетельство провальной политики «тройки».

Структура и условия сделки. По условиям предложения каждые 1 000 евро старого долга

обменивались на: 1) 315 евро новых суверенных облигаций, выпущенных в британской юрисдикции; 2) 150 евро в долговых бумагах, выпущенных Европейским фондом финансовой стабильности (EFSF); 3) 315 евро в условных долговых инструментах, привязанных к динамике ВВП.

Уроки и последствия. Сделка по Греции оказалась крупнейшей в истории по объему вовлеченного долга и абсолютному размеру потерь инвесторов, уникальной по скорости проведения, модальностям выполнения, масштабам рисков финансового заражения и т. д. Греческий пример вскрыл недостатки действующих механизмов РСД: 1) отсутствие политической воли по раннему списанию обесцененной суммы долга и навязанные чрезмерно жесткие структурные реформы в расчете на оптимистические макропрогнозы привели экономику к затяжной рецессии и увеличению экономических издержек вследствие дефолта и реструктуризации; 2) ранее одним из принципов МВФ являлся запрет на финансирование государств в случае отсутствия долгосрочной долговой устойчивости, когда есть риск замещения этими средствами рыночного долга. Однако во время греческого кризиса МВФ изменил правила кредитования, допустив предоставление финансирования, несмотря на отсутствие долговой устойчивости, когда существуют системные риски для мировой финансовой системы; 3) полная выплата для уклонившихся инвесторов (3%) вознаградила неконструктивно настроенных инвесторов и вновь заставила говорить о недостатках контрактной системы.

Украина (2015 г.). Украинская реструктуризация 2015 г. запомнится как одна из самых удачных и в то же время неординарных сделок. Важно, что МВФ занял сторону страны-должника, заранее вписав необходимые объемы реструктуризации частного долга в новую экономическую программу для Украины. Мировая финансовая пресса также оказалась на стороне должника – редкий случай, когда на кредиторов оказывалось ощутимое давление с разных сторон. В итоге, несмотря на непримиримые стартовые по-

зиции, компромисс был найден достаточно быстро и без выплескивания в медийное пространство взаимных претензий.

Переговоры о реструктуризации проходили в сложных макроэкономических условиях: двузначные темпы падения ВВП и промышленности, почти трехкратная девальвация гривны и раскручивание инфляционной спирали, неблагоприятные внешнеторговые условия и глубокое падение экспорта, высокие потребности во внешнем финансировании и быстрое сокращение международных резервов – все это давало сильные аргументы в пользу списания как можно большей суммы долга. Комитет кредиторов был согласен на изменение профиля долга, но отказывался признавать долгосрочную неплатежеспособность и идти на существенные списания. Тем не менее в конце августа было объявлено о согласовании существенных условий реструктуризации, а 22 сентября инвесторы получили предложение об обмене. Сделка завершена 12 ноября. Фактически все частные кредиторы приняли участие в реструктуризации, и только разбирательства по облигациям на 3 млрд. долл. США, приобретенным Россией, перешли в судебную плоскость.

Структура и условия сделки. В периметр реструктурируемых обязательств вошли суверенные и квазисуверенные облигации Украины на сумму 18 млрд. долл. США. Единовременное списание составило 20% номинала, что обеспечило уменьшение размера долга на 3,6 млрд. долл. (4,3% от ВВП). Размер купона увеличен примерно на 0,5 п. п., до 7,75%, что почти нивелировало эффект списания долга на размер выплачиваемых инвесторам процентных платежей. Новые сроки погашения основной суммы долга сдвинулись на 4 года (2019–2027 гг.).

Для балансировки интересов инвесторов и эмитента использован инструмент по восстановлению стоимости (VRI), привязанный к темпам роста ВВП. По его условиям начиная с 2021 г. при росте ВВП более 3% инвесторы получают дополнительные выплаты в зависимости от различных сценариев роста [9]. Инновационным элементом стало использование ковенант, защищающих держателей VRI от

манипуляций со статистикой, – в этом случае предусмотрены механизмы конвертации вышеуказанных ценных бумаг в обычные облигации нового выпуска.

Уроки и последствия. Украина – положительный пример РСД, частично реабилитирующий существующие механизмы. В то же время допущенные ошибки (при одобрении программы «стенд-бай» в 2014 г. государственный долг Украины признан устойчивым с высокой долей вероятности; уже через год разрыв финансирования по новой программе на 2015–2018 гг. составил 40 млрд. долл. США, а власти запросили 40-процентное списание рыночного долга) вновь дали повод говорить о несовершенстве анализа Фонда, его подчиненности политическим императивам. Кроме того, хотя связь между данными событиями и отрицается, в конце 2015 г. в преддверии наступления срока погашения облигаций на 3 млрд. долл. США в адрес России МВФ внес изменения в свои правила кредитования, допускающие выделение финансирования странам с просроченной официальной задолженностью.

Итак, долговые кризисы были, есть и будут и действующие международные механизмы справляются с ними с переменным успехом. Аргентиной и Грецией фактически был реализован силовой вариант урегулирования, что оказалось серьезным упреком нынешней системе. Эти события лишней раз напомнили о «зияющей бреши» в стройной архитектуре мировой финансовой системы – отсутствии надежного, эффективного и справедливого механизма РСД.

Необходимость в новом механизме РСД

Обобщая недостатки современных практик РСД, отметим, что: – имеющимся площадкам для РСД не хватает легитимности. Парижский и Лондонский клубы – это неформальные объединения, а их правила составлены в пользу интересов кредиторов. Сложно назвать нормальной и ситуацию, при которой МВФ одновременно выступает кредитором и неофициальным арбитром в долговых спорах. Вместе с тем анализ устойчивости долга и соответствующие

рекомендации от МВФ широко используются как истина в последней инстанции;

– действующие механизмы находятся «под пятой» кредиторов, что нарушает принцип беспристрастности, создает удобную почву для политически мотивированных решений. РСД все чаще превращается в объект манипуляций для внутренней политики и внешних сил;

– фрагментированность существующих площадок (*таблица*) затрудняет поиск компромисса с кредиторами. У каждой такой площадки свой набор подходов и правил. Стране-должнику приходится вести параллельный переговорный процесс с различными группами кредиторов, сталкиваться с противоречивостью их условий и требований. Кроме того, каждый из механизмов сфокусирован на интересах своей группы кредиторов, что приводит к ущемлению интересов других групп;

– действующие механизмы носят экстренный, чрезвычайный характер; порядок и сроки РСД в основном не регламентированы. Это повышает непредсказуемость хода и результата реструктуризации, может приводить к задержкам и в конечном счете влечет повышение общих издержек для кредиторов и должников;

– механизмы РСД нацелены исключительно на необходимость погашения долговых обязательств суверенного правительства и игнорируют потребности в развитии;

– из-за отсутствия формальных процедур по распределению потерь между кредитором и суверенным заемщиком действующие механизмы не способны эффективно дисциплинировать кредиторов и предотвращать безответственное инвестирование в будущем.

Приведенные недостатки могли бы служить предметом вялотекущих дебатов еще не один десяток лет, если бы не обстоятельство. В последние годы существенная часть рисков, связанных с государственным долгом, сместилась в сторону развитых стран – к концу 2016 г. средний уровень их государственного долга достиг почти 108% от ВВП, что в полтора раза больше, чем 10 лет назад. Не лучше дело обстоит в развивающихся странах, где при всей неоднородности около четверти стран находят-

ся в состоянии долгового кризиса или имеют высокие риски такого кризиса. Указанные тенденции кардинально расширили общий объем государственного долга с сомнительной устойчивостью, и хотя крупных дефолтов удалось избежать, новый цикл повышения процентных ставок в мировой экономике обещает стать тяжелым испытанием для рынка суверенного долга. Это превращает выработку нового эффективного механизма РСД в одну из наиболее актуальных задач современности.

Требования к новому механизму формулируются исходя из вышеуказанных недостатков:

- независимость от кредиторов в анализе и принятии решений;
- охват всех категорий долга (двусторонний, многосторонний и долг частных кредиторов) на одной платформе и доступность для всех стран, столкнувшихся с необходимостью реструктуризации;
- учет минимальных социальных потребностей общества при анализе долговой устойчивости;
- ответственность кредиторов и должников за неосмотрительную инвестиционную/долговую политику;
- возможность участия в выработке решений для всех сторон.

Новый механизм РСД: настоящее и будущее

Для лучшего понимания проблематики, касающейся РСД, полезно обратиться к недавней истории.

В 90-х гг. на рынке суверенного долга начали происходить глубокие структурные сдвиги. Большая интеграция рынков капитала и переклечение на торгуемые долговые инструменты превратили суверенные облигации в основное средство государственных заимствований. В результате стихийно образовалась так называемая рыночная, или контрактная, система, в рамках которой порядок РСД определялся не общими правилами, а эмиссионной документацией и спецификой выбранной юрисдикции. Одновременно с этим стало нарастать понимание проблем, связанных с растущей диверсификацией кредиторов и координацией их коллективных действий. Сформировавшаяся в итоге модель урегулирования долговых отношений скорее

напоминала «закон джунглей», где возможны затяжные судебные разбирательства, непредсказуемые судебные определения и нет эффективных механизмов минимизации потерь. Наглядной иллюстрацией подстерегающих сложностей послужил опыт реструктуризации аргентинского долга.

Первой серьезной попыткой исправить положение оказался предложенный МВФ в 2001 г. проект механизма реструктуризации суверенного долга (SDRM) [10]. Проектом предусматривалось создание форума по разрешению долговых споров, обратившись куда суверенный должник мог получить защиту от судебных преследований кредиторов, а главное – возможность беспристрастного профессионального анализа положений дел и выработки справедливой программы действий. Форум обеспечивал проведение переговоров по условиям РСД. За МВФ оставались предоставление временного финансирования, оценка долговой устойчивости и требующегося облегчения бремени долга. Инициативой SDRM стала возможность принудительного распространения условий РСД на всех кредиторов в случае получения поддержки квалифицированного большинства (75%) кредиторов. По сути SDRM предложил упорядоченный режим суверенных банкротств, позволяющий оптимизировать действия сторон в ходе РСД. По мнению его сторонников, механизм помог бы ускорить процесс реструктуризации, обеспечить лучшую защиту должников, минимизировать негативное воздействие долгового кризиса на экономическое восстановление и стабильность мировой финансовой системы, поддержать стоимость проблемного долга, но при этом был бы направлен против моральных рисков, связанных с избыточным кредитованием (минимизация рефинансирования частных долгов за счет МФИ).

Помимо SDRM в разное время выдвигалось множество альтернативных подходов к реформе РСД, различающихся географией охвата, степенью формализации и влиянием на международное право. Например, еще более формализованное решение предложено экспертным центром в г. Брюгге как часть европейского механизма по урегулированию кризисов (ECRM) [11].

Ряд предложений направлены на развитие судебной инфраструктуры вокруг суверенного долга и не требуют введения новых международных правовых норм, например проекты Суверенного долгового трибунала [12] или Справедливого и транспарентного арбитражного процесса (FTAP) [13].

Идея механизма SDRM была критически воспринята основными группами кредиторов и постепенно была «спущена на тормозах». С этой целью в качестве промежуточного решения были подготовлены предложения по смягчению долговой проблемы в рамках контрактной системы (прежде всего стимулирование внедрения SACs в облигационные контракты). Впоследствии курс на внедрение SACs признан основным, а работа по SDRM прекращена.

Еще одним шагом в сторону укрепления контрактной системы послужили выработанные в 2004 г. Институтом международных финансов (IIF) Принципы для стабильных капитальных потоков и справедливой реструктуризации долга, которыми были сформулированы базовые принципы долговых отношений: транспарентность важной для кредиторов информации и своевременность ее предоставления; регулярный диалог между сторонами долговых отношений (отдельное подразделение для работы с инвесторами) и обоюдные усилия избежать реструктуризации; добросовестные и добровольные переговоры; равные подходы ко всем кредиторам. Несмотря на рекомендательный характер указанных принципов, их применение прочно вошло в современную практику.

Тем не менее долговой кризис еврозоны воскресил интерес к поиску более эффективных механизмов РСД и вернул тему в международную повестку дня. В частности, данная проблематика обсуждается на полях G-7, находит регулярное отражение в итоговых коммюнике G-20.

С учетом вновь обнаруженных недостатков МВФ актуализировал свое видение проблематики РСД [14], а затем и прямо выступил за укрепление контрактной системы [15].

Свой вклад в поддержку контрактной системы внесла и ICMA (Международная ассоциация

рынков капитала), подготовившая новые рекомендации для проспектов суверенных эмиссий (август 2014 г.), направленные на повышение эффективности САС и исправление недочетов применения положений о равенстве инвесторов (*pari passu*) [16].

Новым поворотом послужил исход судебных тяжб в США вокруг аргентинского долга, оказавшийся неблагоприятным для эмитента. Превратная, по мнению большинства комментаторов, трактовка положения о равенстве инвесторов дала дополнительные аргументы сторонникам изменения нынешней рыночной системы. На волне возникшей критики группа развивающихся стран в ООН (G77) выдвинула инициативу по созданию основанного на законе международного механизма РСД (резолюция № 68/304 от 09.09.2014). В 2015 г. приняты принципы, которым должен отвечать вышеуказанный механизм [17], развернута

деятельность рабочей группы по конкретизации будущего механизма.

* * *

Принесет ли новое начинание в рамках ООН долгожданный, основанный на законе механизм РСД? Вероятно нет, по меньшей мере в обозримом будущем. Скепсис и сопротивление, с которыми принятые резолюции были встречены экспертным мейнстримом, еще раз продемонстрировали отсутствие заинтересованности у ведущих центров влияния в радикальных переменах. Доминирующее положение стран Запада в МФИ позволит, как и прежде, нейтрализовывать все попытки внедрения элементов наднационального законодательства в отношении РСД и одновременно создавать условия для плавной модификации контрактной системы. По мере рефинансирования существующего массива суверенных

долговых инструментов все большая его часть будет оснащаться современными положениями о коллективных действиях⁷, риски неупорядоченных РСД уменьшатся, что со временем позволит говорить о решении проблемы уклонения инвесторов. Конечно, это не значит, что все вопросы в отношении существующей системы будут сняты. Например, в ее рамках отсутствует координация между разными группами кредиторов; нет приемлемого баланса между минимизацией потерь инвесторов и интересами развития стран-должников; сохраняется противоречивый статус МФИ как главного арбитра суверенной долговой устойчивости. Эти и другие проблемы будут от кризиса к кризису возвращать тему РСД в центр внимания.

* * *

Материал поступил 25.09.2017.

Источники:

1. Udaibir, S. Das. *Sovereign Debt Restructurings: 1950–2010: Literature Survey, Data and Stylized Facts* [Electronic resource] / S. Das Udaibir, Michael G. Papaioannou, Ch. Trebesch. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>. – Date of access: 29.03.2016.
2. Cruces, J. *Sovereign Defaults: The Price of Haircuts* [Electronic resource] / J. Cruces, Ch. Trebesch. – Mode of access: <https://sites.google.com/site/christophrebesch/data>. – Date of access: 29.03.2016.
3. Brooks, S. *Sovereign Debt Restructuring* [Electronic resource] / S. Brooks, D. Lombardi // CIGI Papers № 64. – Mode of access: https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no.64web.pdf. – Date of access: 29.03.2016.
4. Mark, L.J., Wright. *Sovereign Debt Restructuring: Problems and Prospects* [Electronic resource] / Wright L.J. Mark. – Mode of access: <https://www.hbl.org/wp-content/uploads/2012/07/HLB206.pdf>. – Date of access: 29.03.2016.
5. Borensztein, E. *The Cost of Sovereign Default* [Electronic resource] / E. Borensztein, U. Panizza. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf>. – Date of access: 02.04.2016.
6. Forni, L. *Sovereign Debt Restructuring and Growth*, IMF Working Paper 16/147 [Electronic resource] / L. Forni, G. Palomba, J. Pereira, Ch. Richmond. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16147.pdf>. – Date of access: 25.01.2017.
7. Hornbeck, J.F. *Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the «Holdouts»* [Electronic resource] / J.F. Hornbeck. – Mode of access: <https://fas.org/sgp/crs/row/R41029.pdf>. – Date of access: 02.08.2016.
8. Xafa, M. *Sovereign Debt Crisis Management: Lessons from the 2012 Greek Debt Restructuring* CIGI Papers № 33 [Electronic resource] / M. Xafa. – Mode of access: https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_33.pdf. – Date of access: 02.08.2016.
9. *Final Consolidated Exchange Offer Memorandum* [Electronic resource]. – Mode of access: <https://sites.dfkintltd.com/ukraine/Home/?page=Documents&id=r7yYS8fm5EiB-L7K-b9FIg>. – Date of access: 02.08.2016.
10. Krueger, A. *A New Approach To Sovereign Debt Restructuring* [Electronic resource] / A. Krueger. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>. – Date of access: 17.10.2016.
11. *A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: a Proposal* [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.bruegel.org/2010/11/a-european-mechanism-for-sovereign-debt-crisis-resolution-a-proposal/>. – Date of access: 13.10.2016.
12. Paulus, Ch. *A Standing Arbitral Tribunal as a Procedural Solution For Sovereign Debt Restructurings* [Electronic resource] / Ch. Paulus. – Mode of access: http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1238442914363/5969985-129553940/9780821384831_ch13.pdf. – Date of access: 13.10.2016.
13. Fritz, T. *Fair and Transparent Arbitration Processes* [Electronic resource] / T. Fritz and Ph. Hersel. – Mode of access: <http://thomas-fritz.org/english/Fair-and-Transparent-Arbitration-Processes-A-new-road-to-resolve-debt-crises>. – Date of access: 13.10.2016.
14. IMF (2013). *Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework* [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>. – Date of access: 13.10.2016.
15. IMF (2014). *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring* [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>. – Date of access: 13.10.2016.
16. Macoff, G. *Sovereign Bond Contract Reform: Implementing the New ICMA Pari Passu and CACs*. CIGI Papers № 56 [Electronic resource] / G. Macoff and R. Kahn. – Mode of access: https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no.56.pdf. – Date of access: 13.09.2016.
17. *Basic Principles on Sovereign Debt Restructuring Process (2015) UN* [Electronic resource]. – Mode of access: https://www.unctad.org/meetings/en/SessionalDocuments/a69L84_en.pdf. – Date of access: 13.09.2016.

⁷ Обсуждалась также инициатива по ускоренной конвертации выпущенных еврооблигаций в новый формат.