Тантели РАТУВУХЕРИ,
старший аналитик,
Empire State Capital Partners

Судный день украинского долга

К моменту выхода данного материала реструктуризация основной части долгов Украины по евробондам, скорее всего, уже состоится. Завершение реструктуризации внешнего долга страны, включая выпуск новых облигаций внешнего государственного займа для кредиторов, которые имеют на это право, было намечено на 12 ноября 2015 года. В то же время, весь план реструктуризации еще не завершен, поскольку Россия стала единственным из 14 держателей евробондов, который не одобрил предложенные условия реструктуризации.

УСЛОВИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ СУВЕРЕННЫХ БОНДОВ

На собрании кредиторов 14 октября 2015 года держатели 13 серий непогашенных государственных и гарантированных государством еврооблигаций согласовали условия их реструктуризации. Единственным из 14 выпусков еврооблигаций, держатели которого не одобрили предложенные условия реструктуризации, оказался выпуск на $3 млрд с погашением 20 декабря 2015 года. Эти бумаги в декабре 2013 года купила Россия на средства Фонда национального благосостояния.

Завершение процедуры обмена облигаций означает реструктуризацию внешнего долга Украины в размере $15 млрд и снижение суммы долга на 20% ($3 млрд). «Это позволит Украине избежать оплаты долга в размере $8.5 млрд, срок погашения которого наступает в течение следующих четырех лет», — отметили в министерстве финансов Украины.

По условиям реструктуризации, выплата долга государства перед коммерческими кредиторами отсрочена на четыре года. Условия реструктуризации предусматривают выпуск новых ценных бумаг, причем выплаты по ним будут привязаны к росту ВВП. С этой целью нынешние евробонды Украины будут заменены на девять новых бондов с погашением в течение 2019–2022 годов. Средняя ставка по облигациям увеличивается на 0.5 п.п. до 7.75%, на протяжении 20 лет с 2021 года Украина будет платить кредиторам дополнительную премию в объеме до 15% ВВП, если прирост экономики составляет от 3% до 4% в год. За каждый процент прироста ВВП сверх этого коридора страна обязуется дополнительно платить кредиторам до 40% от этого прироста.

СПОРНЫЙ ДОЛГ РОССИИ

Россия в принципе имеет право требовать досрочного погашения задолженности Украины. Согласно расчетам, общий объем государственного долга Украины еще в де-

кабре 2014 года превысил порог 60% ВВП, допущенный проспектом выпуска «российских евробондов»; а с тех пор ситуация только ухудшилась. Тем не менее, судя по всему, сам расчет этого соотношения оказался проблематичным в связи с волатильностью валютного курса Украины, а также с корректировкой самой методики расчета ВВП и государственного долга. В гривневом выражении государственный долг уже превысил 70% ВВП к концу 2014 года, в то время как в пересчете на валюту он все еще находился на уровне 53%. Следующий полноценный расчет этого соотношения, скорее всего, можно будет проводить только по итогам 2015 года, после окончания срока обращения «российских евробондов».

Видимо, учитывая эту ситуацию, российское правительство неоднократно заявляло, что не будет требовать досрочного погашения этого долга, — и в целом держало слово. Вероятность того, что Россия будет продолжать держаться этой линии, довольно высока. Одновременно российское правительство в течение всего года настаивало на полном погашении долга и теперь угрожает судиться с Украиной в случае невыполнения обязательств по долгу. Украина же в июне, видимо из предосторожности, своевременно выполнила последний купонный платеж по этим бондам в объеме $75 млрд, несмотря на многократные угрозы ввести мораторий на обслуживание долгов, включенных в переговорный пакет. В то же время, украинская власть продолжает предупреждать, что не будет погашать свою государственную задолженность перед Россией и объявит мораторий на выплату долга и обслуживание кредита, если Москва не согласится на ее реструктуризацию.

По условиям же проспекта эмиссии, «если Украина прекращает выплату или признает свою неспособность платить соответствующую задолженность или любую ее часть, объявляет общий мораторий относительно соответствующей задолженности или любой ее части, это является случаем неисполнения обязательств». Если Украина объявит мораторий и на этом основании не осуществит погашение облигаций, то держатели бумаг будут иметь право обратиться в суд и требовать осуществить погашение.

СОЛОМОНОВОЕ РЕШЕНИЕ МВФ

В долговом споре между сторонами Россия делала ставку на то, что в случае невыплаты долга Украиной под вопросом может оказаться состоятельность программы расширенного финансирования от Международного валютного фонда, поскольку программы фонда в обязательном порядке должны предусматривать погашение обязательств перед официальными кредиторами. Россия настаивает на том, что долг Украины является официальным и не может рассматриваться как коммерческий долг. Украина же рассчитывала на то, что МВФ примет ее сторону в споре и объявит долг частным, таким образом заставив Россию пойти на переговоры по долгам на общих основаниях с другими частными инвесторами. Однако Международный валютный фонд призвал стороны вступить в конструктивный диалог о реструктуризации, решив обойти этот острый угол. К сожалению, вердикта по поводу долга от этого авторитетного международного учреждения не будет, но финансирование Украины будет продолжаться независимо от исхода спора между сторонами. По последним сообщениям, МВФ готовит изменения правопорядка предоставления кредитов фонда, чтобы можно было не включать все обязательства перед суверенными странами и официальными кредиторами в объемы финансовой поддержки от Международного валютного фонда. Минусом для Украины в этом случае является то, что ей придется всерьез и добросовестно заниматься решением этого вопроса в открытых переговорах с Россией, иначе, по условиям финансирования того же МВФ, кредитов не будет. Статус же и судьба долга будет зависеть от Лондонского суда, если стороны не пойдут навстречу друг другу.

СЦЕНАРИИ ДОЛГОВОГО СПОРА

Стороны уже приготовились к юридическим баталиям в Лондоне. Однако судебный процесс может оказаться изнурительным для обеих сторон. Спор будет рассматриваться судами Англии по английскому праву, и сроки рассмотрения довольно длительные — от года до нескольких лет. Если судебное производство не будет открыто до 20 декабря 2015 года, Россия и держатели облигаций получат право требовать погашения бумаг. Если же погашение не будет осуществлено в надлежащий срок, они будут иметь право объявить Украине дефолт. По словам министра финансов России Антона Силуанова, сказанным на совещании с членами правительства у президента Владимира Путина, российский Минфин готовит конкретный план действий на случай отказа Украины от погашения российского долга в декабре. И, судя по всему, этот

УСЛОВИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ПРЕДУСМАТРИВАЮТ ВЫПУСК НОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ, ПРИЧЕМ ВЫПЛАТЫ ПО НИМ БУДУТ ПРИВЯЗАНЫ К РОСТУ ВВП

план будет основываться на процедурах, связанных с объявлением Украины банкротом через Гаагский международный суд. Только этот суд может разрешить спор на межгосударственном уровне, в то время как Стокгольмский коммерческий арбитраж рассматривает только долговые споры с частными кредиторами. В случае же признания Украины банкротом ее имущество и активы замораживаются, а страна может оказаться под внешним управлением, которое должно завершаться либо выплатой по внешним долгам, либо реализацией активов государства в интересах кредиторов. Этот план может занять несколько лет, но, как известно, Россия долго и последовательно добивается реализации именно такого сценария признания Украины несостоявшимся государством (Failed States) либо выплаты долга натурой в виде уступок по территориальным вопросам или по отдельным стратегическим активам. Конечно, в этом случае, скорее всего, Украине будет предъявлен счет не только на эти $3 млрд, но на всю совокупность украинских долгов российским государственным компаниям и банкам. Однако, судя по всему, даже в этом случае спор по этим долгам может затягиваться, поскольку Украина грозила переводить их в политическую плоскость — в частности, объявив долг взяткой тогдашнему президенту Виктору Януковичу за отказ подписать Соглашение об ассоциации с Евросоюзом.

В связи с этим судебный конфликт может оказаться не единственным сценарием развития событий. Согласно некоторым данным, Россия отказалась от предложенных Украиной условий реструктуризации по долгу в $3 млрд, но параллельно готовит рыночный способ решения этой проблемы. По непроверенной информации, Внешэкономбанк России ведет переговоры с российским правительством, чтобы взять долг Украины на себя и потом эти бумаги вложить в капитал дочернего Проминвестбанка. Со временем ПИБ предъявит бумаги украинскому Минфину для погашения. Возможность дисконта долга тоже обсуждается. Ни одна из сторон, которая может быть причастной к такой схеме, не подтвердила эту информацию.

Также возможен вариант, при котором Украина расплачивается за российский долг за счет международных средств, в том числе МВФ. Российский президент считает, что «легче пойти по такому пути — добавить Украине три миллиарда, чтобы она могла расплатиться, и все были бы довольны и работали бы в спокойном режиме. Потому что за изменением правил МВФ в пользу одной из стран могут последовать требования изменить эти правила и для других государств, и к чему это приведет?»

Одним из возможных выходов из ситуации может стать реструктуризация задолженности. В этом вопросе помощь МВФ как переговорщика может понадобиться. В принципе, такой вариант возможен, особенно если российское и украинское правительства согласятся на уступки правопреемства по этому долгу частной компании, российской или другой. Поскольку речь идет не о $3 млрд, а о более далеко идущих целях, то Россия, скорее всего, не согласится на этот вариант. Более вероятно, что она постарается добиться признания этого долга официальным и перевода решения долгового спора в другую юрисдикцию. В частности, логика признания долга официальным с последующим обращением в Гаагский суд предполагает и возможность использования для этого платформы Парижского клуба официальных кредиторов. Россия является членом данной организации, и использование такого механизма позволит ей частично восстановиться в правах преемника СССР в глобальных финансовых делах.

РОССИЯ НАСТАИВАЕТ НА ТОМ, ЧТО ДОЛГ УКРАИНЫ ЯВЛЯЕТСЯ ОФИЦИАЛЬНЫМ И НЕ МОЖЕТ РАССМАТРИВАТЬСЯ КАК КОММЕРЧЕСКИЙ ДОЛГ

ЖИЗНЬ ПОСЛЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Отдельные экономисты считают проведенную реструктуризацию неудачной. В некоторых вариантах годовая сумма выплат превышает сумму списания и может достичь до 25% годовых на облигацию. А помимо повышения процентных ставок по евробондам, Украина не смогла добиться ощутимого снижения нагрузки на экономику от обслуживания внешнего долга, поскольку процентные платежи по долгам будут продолжаться по текущему графику. По последним данным, опубликованным Министерством финансов Украины на 31 августа 2015 года, общая сумма государственного и гарантированного государством долга составила $70.562 млрд. По результатам же этого года объем ВВП может составлять около $80 млрд.

Инвесторы же в целом положительно отреагировали на условия реструктуризации государственного долга Украины, считая их весьма привлекательными и выгодными. По правилам международных рейтинговых компаний, кредитный статус Украины был пересмотрен после завершения переговоров о реструктуризации внешнего долга. В частности, Standard & Poor's повысила долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги Украины в иностранной и национальной валютах сразу до B-/B с выборочного дефолта SD/D и с CCC+/C соответственно со стабильными прогнозами.

Восстановление кредитных рейтингов создает условия для возвращения Украины на международные рынки капиталов и облегчения предоставления финансирования со стороны международных финансовых институтов и экспортно-кредитных агентств. Это также упростит предоставление международного финансирования украинским компаниям и банкам. В то же время, остались опасения насчет эффективности реструктуризации. Она поможет избежать дефолта сейчас и обеспечить определенный буфер ликвидности в ближайший год, однако может не спасти от очередного дефолта уже в среднесрочной перспективе. Такой случай не раз наблюдался у многих стран – клиентов МВФ.