

СУВЕРЕННЫЙ ДЕФОЛТ*

М. М. УЛЬЯНЕЦКИЙ,
кандидат экономических наук,
аналитик инвестиционной компании «Rarus Securities»,
партнер инвестиционной компании «Recom Consulting»
E-mail: ulianetsky@recomconsulting.ru

В статье отмечается, что действия правительств многих стран по спасению экономик от финансового кризиса резко увеличили размеры госдолга. Риски суверенного дефолта у некоторых стран стали крайне высокими. В статье предпринята попытка анализа суверенного дефолта как с позиции «невозможности», так и «нежелания» исполнять свои долговые обязательства государствами на основании произошедших дефолтов в XX в.

Ключевые слова: дефолт, реструктуризация, государственный долг, облигации.

Суверенный дефолт. Общий подход

Риск дефолта (как терминальный кредитный риск) является наиболее серьезным как для кредиторов, так и для государства, так как масштабы неблагоприятных последствий для обеих сторон заемных отношений наиболее велики именно при наступлении дефолта.

Дефолты известны на протяжении нескольких тысячелетий и появились они вместе с кредитом. Первое упоминание о неисполнении обязательств органами государственной власти насчитывает более 23 в. и ведет свой отсчет от дефолта 10 из 13 муниципалитетов Аттической морской ассоциации по займу Фонда храма острова Делос в IV в. до н. э. [6].

Дефолты неоднократно происходили в Римской империи, в Средние века — в Англии, во Франции, в итальянских, французских, нидерландских, бельгийских городах.

Суверенные дефолты были неотъемлемой чертой международной финансовой системы в течение многих веков. Франция объявляла дефолт 8 раз в течение 1500—1800 гг., а Испания — 13 раз в течение 1800—1900 гг. [13].

Широчайший размах дефолтов приобретает в XIX в. в Северной Америке (преимущественно в секторе муниципальных инструментов и инфраструктурных облигаций). Муниципальные заимствования США в начале XIX в. стали частью государственной системы экономического развития, выполняя функции привлечения капитала в промышленное производство под гарантии муниципальных бюджетов, а государственные органы принимали на себя риски инвесторов [6]. Проблемы дефицита капиталовложений и ускорения индустриализации решались за счет привлечения ресурсов в муниципальные бюджеты путем выпуска облигаций и дальнейшего финансирования промышленности.

В XIX в. на фоне крайне низких налогов заимствования в США выполняли налогозамещающую функцию. Эффективность такой схемы подкреплялась большим количеством дефолтов, которые объявлялись по муниципальным выпускам. Рост муниципальных заимствований с высокой частотой дефолтов по ним способствовал первоначальному накоплению капитала в США в XIX в., развитию промышленности, строительству различных объектов инфраструктуры.

Таким образом, дефолт является неотъемлемой составляющей понятия «государственный долг». Из исторических примеров видно, что в большом количестве случаев дефолт являлся логическим завершением отношений государственных займов.

Суверенный дефолт (или дефолт по государственному (муниципальному) долгу) широко известен всему миру. Этот термин хорошо закрепился даже у российского обывателя после 1998 г., зачастую трактуемый им как наиболее тяжелый вид экономического кризиса. Вместе с тем в законодательствах стран четкого закрепления данного явления не обнаруживается. Понятие «суверенный дефолт» отсутствует в федеральном законодательстве США и Великобритании. В Бюджетном кодексе РФ, в Федеральном законе от

* Работа подготовлена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда (проект №10-02-00-386а).

29.07.1998 № 136 «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» дефолт также не упоминается [8].

Косвенное упоминание дефолта можно встретить в законодательстве США лишь на уровне штатов. Так, например, в штате Мэн под дефолтом понимается неспособность штата выполнять свои обязательства или обязанности [37]. Относительно развернутое определение дефолта содержится только в положениях о выпусках ценных бумаг, однако оно более подходит к корпоративному неисполнению обязательств, природа которого существенно отличается от дефолта государственного.

Отсутствие внимания на законодательном уровне к суверенному дефолту вполне разумно и объяснимо. Ведь исполнение обязательств государства по собственному долгу гарантировано всем принадлежащим ему имуществом, а также налоговыми поступлениями в бюджет. Институты нижестоящих уровней бюджетной системы могут рассчитывать на финансовую поддержку от федерального бюджета. Поэтому государственные долговые ценные бумаги априори являются безрисковыми. Однако это только в теории.

Недостаток внимания, а в русскоязычной литературе практически полное его отсутствие, к суверенному дефолту обнаруживает себя, в первую очередь, в фактически отсутствующем общем определении суверенного дефолта.

Далее приведен ряд существующих определений дефолта. Для дальнейшего изложения материала необходимо обратить внимание на то, что при всем их различии они сводятся к трактовке последнего как «неспособность» и/или «отказ» выполнять финансовые обязательства.

Положение о различных ценных бумагах США в качестве дефолта понимает наступление одного из событий [38]:

1) неспособность эмитента выплатить в полном объеме основную сумму долга в срок, установленный документами к эмиссии;

2) неспособность эмитента выплатить в полном объеме и в срок, установленный документами эмиссии, проценты по облигациям;

3) использование не по назначению денежных средств из резервных фондов, создаваемых специально для обслуживания долга для выплаты суммы основного долга или процентов по нему (это дефолт обеспечения обязательств);

4) нарушение эмитентом норм и положений документов к эмиссии или иных документов, регламентирующих выпуск;

5) подача эмитентом заявления о банкротстве в соответствии с действующим законодательством;

6) несоблюдение эмитентом норм законодательства о порядке эмиссии облигаций.

Дефолт — ситуация, когда должник отказывается выполнять свои обязательства по обслуживанию задолженности в полном объеме (объявляет дефолт) [10].

Дефолт — это отказ своевременно выполнять обязательные долговые платежи в силу каких-либо обстоятельств по облигации или соглашению [42].

Рейтинговое агентство «Standard & Poor's» определяет дефолт как неспособность национального правительства обслуживать и погашать свой долг по мере наступления срока платежей, а также вынужденный обмен долговых обязательств (даже в тех случаях, когда не пропущен ни один платеж) [39].

Рейтинговое агентство «Moody's» определяет дефолт с наступлением трех событий [40]:

1) пропущенный или отложенный платеж процента и/или суммы основного долга, включая платежи, осуществленные в соответствующий период с задержкой;

2) банкротство или другие виды ограничений в хозяйственной деятельности (например наложенные регулятором), препятствующие осуществлению платежа;

3) осуществление неравноценного обмена в случае, когда эмитент предлагает кредитору новую ценную бумагу или пакет ценных бумаг на сумму, меньшую суммы изначального долга, или обмен, который имеет своей очевидной целью избежание дефолта эмитентом.

Википедия (Wikipedia) [41] определяет дефолт как невыполнение договора займа, т. е. неоплата своевременно процентов или основного долга по долговому обязательству или по условиям договора о выпуске облигационного займа.

Заслуживает внимания определение МВФ: дефолт происходит, когда сторона не желает или не может выполнить свои долговые обязательства [43].

Экономисты А. Вавилов и Е. Ковалишин [3], перечисляя виды дефолта без определения, выделяют:

1) пропущенный или не в полном объеме осуществленный платеж;

2) неравноценный обмен;

3) обмен национальной валюты с потерей части номинальной стоимости;

4) «добровольное» согласие банков на реструктуризацию.

Среди рассмотренных определений выделяют определения, которые говорят о неспособности

и нежелании обслуживать долг. Ввиду этого перед тем, как пытаться расширить определение суверенного дефолта, на взгляд автора, необходимо проанализировать подход к данной категории с позиции как «неспособности», так и «нежелания» обслуживать долг.

Дефолт как «неспособность» обслуживать долг

В большинстве случаев своей истории дефолт действительно сопровождался опустевшей казной. Так было в средневековой Европе, в России в 1998 г., в Аргентине в 2001 г. и т. д.

Аргентина к дефолту шла довольно долго. В начале XX в. высокоразвитая страна с крупнейшим процветающим городом Буэнос-Айресом продемонстрировала довольно редкий вид модернизации – обратный, когда страна скатилась в затяжной структурный экономический кризис [7].

Темпы роста экономики в период с 1890 по 1905 г. в среднем показывали 8 %. ВВП на душу населения в начале XX в. в Аргентине превышал европейский и отставал от аналогичного показателя США всего лишь на 20 %. В страну шел огромный поток мигрантов и инвестиций из Европы, а аргентинский экспорт составлял 7 % от мирового.

С середины XX в. экономика Аргентины начала «пробуксовывать»: высокая инфляция, растущий долг, скачок дефицита торгового баланса после нефтяного шока 1973 г., девальвация песо. После военного переворота в 1976 г. были «заморожены» зарплаты, ВВП падал, а инфляция и государственные заимствования продолжали расти. В 2001 г. безработица составляла 18 %, были уличные беспорядки. «Набеги» вкладчиков на банки снижали золотовалютные резервы центрального банка на 2 млрд долл. США в день.

В конце декабря 2001 г. Аргентина объявила дефолт на сумму 132 млрд долл. Размер госдолга в конце 2001 г. составлял 63 % ВВП, а после девальвации в начале 2002 г. он вырос до 150 % ВВП.

Крупнейший в мировой истории дефолт Аргентины действительно отражает тот вид суверенного дефолта, при котором государство не способно обслуживать свой долг в результате системного банковского, валютного и политического кризисов.

Международные рейтинговые агентства при оценке суверенного рейтинга какой-либо страны исходят, главным образом, из ее макроэкономического состояния, т. е. оценивается вероятность способности страны обслуживать долг.

Дефолт как «нежелание» обслуживать долг

В любом дефолте присутствует политическая составляющая. Ведь ухудшение макроэкономики, «сползание» страны в кризис и долговую петлю есть результат решений политиков и их ошибок.

Только за XX в. мир накопил обширную историю дефолтов, которые были вызваны больше политическими решениями, нежели экономическими причинами.

Суверенный долг в свете правопреемства государств. В течение всего XX в. имели место факты существенного изменения суверенитета государств, вплоть до исчезновения старых и возникновения новых (образование коммунистических режимов, развал союзных республик СССР, возникновение государства Израиль, исчезновение колониальной системы). Эти процессы в международном праве получили название правопреемства государств.

Правопреемство государств – это переход прав и обязанностей одного государства к другому государству или смена одного государства другим государством в несении ответственности за международные отношения какой-либо территории [41].

Правопреемство происходит в случаях перехода территории одного государства к другому, а также в случаях образования новых государств. Перечень обстоятельств, являющихся предпосылкой возникновения юридического правопреемства государств, разные авторы приводят по-разному. По причине, обоснованной далее, рассмотрим перечень обстоятельств, который представлен в Венской конвенции о правопреемстве государств в отношении государственной собственности, государственных архивов и государственных долгов 1983 г. (далее – Конвенция) [44]:

- 1) передача части территории одного государства другому;
- 2) возникновение нового независимого государства (обретение суверенитета колонией);
- 3) объединение нескольких государств в одно;
- 4) отделение части территории государства с образованием нового;
- 5) разделение государства на несколько новых.

Из определения правопреемства государств вытекает тот факт, что при переходе обязанностей актуальным вопросом становится также проблема перехода и государственного долга.

Процедура перехода государственных долгов в рамках правопреемства государств является сложнейшим вопросом дипломатии, международного права, государственных финансов. Однако ввиду

того, что Конвенция пока не ратифицирована, она скорее является некоторым ориентиром при разрешении международных вопросов по переходу государственных долгов.

Статья 34 Конвенции определяет, что переход государственных долгов влечет за собой прекращение обязательств государства-предшественника и возникновение обязательств государства-преемника.

В ст. 37–41 Конвенции определен алгоритм перехода суверенных долгов в зависимости от вида представленных ранее обстоятельств, влекущих правопреемство. При объединении стран долги государств-предшественников переходят к государству-преемнику. При разделении государства долг государства-предшественника переходит к государствам-преемникам в справедливых долях. При отделении части территории долг государства-предшественника переходит к преемнику в справедливой доле. По справедливой доле осуществляется и переход долга при передаче части территории другому государству. При деколонизации никакой долг не переходит к новому независимому государству. При этом предшественник и преемник вправе заключать соглашения, тем самым изменяя положения Конвенции.

Далее рассмотрим примеры перехода государственных долгов и возникавших в связи с этим суверенных дефолтов (из мировой истории XX в.).

Соединенные Штаты Америки (1898 г.). В ходе Испано-Американской войны 1898 г. США захватили принадлежащие Испании Кубу, Пуэрто-Рико, Филиппины. Соединенные Штаты Америки отказались принять долги Кубы, которые были сделаны Испанией. Отказ от долга был мотивирован США тем, что долги были сделаны не для кубинского народа, кроме того, прямым заемщиком Куба также не была [24].

Испания делала ставку на обязанность США принять долг как составную часть переходящего к ним суверенитета Кубы. В итоге долг не был признан ни одной из стран.

Россия (1918 г.). 21.01.1918 ВЦИК за подписью Я. Свердлова выпустил Декрет об аннулировании государственных займов [45]. Все государственные займы, а это 60 млрд руб. (из них внешних займов – 16 млрд руб.) [4], подписанные правительствами российских помещиков и российской буржуазии, аннулировались с декабря 1917 г., а декабрьские купоны по ним оплате не подлежали. Декрет отменял правительственные гарантии по долгам. Без всяких исключений аннулировались и все иностранные займы.

Особо оговаривалось, что малоимущие граждане, владеющие аннулируемыми государственными бумагами внутренних займов на сумму не свыше 10 000 руб. (по номинальной стоимости), получают взамен именные свидетельства нового займа РСФСР. Данный односторонний долговой своп также следует трактовать как дефолт.

После Революции 1917 г. целый ряд территорий объявили о своей независимости. Безусловно, что все они, выходя из состава России, не получали никакой доли долгов России после их аннулирования. Более того, с отдельными членами бывшей Российской империи особо оговаривался порядок прекращения каких-либо долговых обязательств. Это касается Польши, Финляндии, Эстонии, Латвии и Литвы. После непродолжительных военных действий между Россией и перечисленными странами (в частности, советско-польская война 1919–1921 гг.) были заключены мирные договоры, в которых отдельно прописывался порядок урегулирования долговых обязательств. Были аннулированы все долговые обязательства указанных стран как перед РСФСР, так и в отношении общего долга бывшей Российской империи. Кроме того, Эстония получила 11,6 т золота, а Польша – 30 млн руб. золотом [41, 46].

Почему же большевики проявили такую щедрость? Этот красивый жест официально объяснялся тем, что Латвия была признана разоренной за период с 1914 по 1917 г., а Польше «засчитали» активное участие в хозяйственной жизни бывшей Российской империи. Интересной мыслью в этом отношении является то, что большевики просто боялись прецедента, если какая-либо из бывших территорий Российской империи вдруг расплатится по царским долгам [17].

С конца XIX в. одним из главных кредиторов России была Франция, что было обусловлено характером внешней политики Александра III. В 1917 г. 75 % внешнего долга России приходилось на Францию. Самым старым выпуском, по которому большевики объявили дефолт, был выпуск 1822 г. [30]. Также Российская империя много занимала в конце XIX в. и во время Первой мировой войны.

В 1922 г. Советское правительство предлагало Франции (порядка 1,5 млн французов были держателями царских бумаг) погасить царские долги из расчета 15 % от номинала в обмен на новые кредиты. Франция отклонила данное предложение [47].

В 1996 г. начались переговоры между Россией и Францией по вопросу аннулирования финансовых требований обеих сторон. Окончательно

договор был подписан в мае 1997 г. В рамках договора Россия обязалась выплатить 400 млн долл. в качестве компенсации за длительный дефолт по царским долгам и конфискованную большевиками собственность французов. Россия отказалась от требований на часть золотого запаса Российской империи, оказавшейся во Франции¹.

Начало переговоров с Францией объяснялось необходимостью России получить выход на рынок еврооблигаций, что всегда требует «чистой кредитной истории». Первая эмиссия евробондов состоялась уже в ноябре 1996 г. после того, как международные рейтинговые агентства присвоили РФ долгосрочные кредитные рейтинги в иностранной валюте.

Россия перечислила Франции всю сумму к 2000 г. Однако французская ассоциация AFIPER (ассоциация держателей облигаций царских займов) категорически не согласна с размером суммы и настроена на борьбу с Россией.

Царские облигации продолжали торговаться все время с момента объявления дефолта на Парижской фондовой бирже. В 1996 г. французское правительство потребовало от биржи приостановки торгов по царским облигациям перед подписанием соглашения с Россией, однако из котировальных списков они исключены не были. Делистинг их произошел «по-тихому» 24.10.2007.

Французские инвесторы (316 тыс. чел.) получили от своего правительства по 50 евро на облигацию. Однако французское правительство не стало забирать облигации у держателей обратно. Сейчас это дает им основание продолжать требовать от России погашения облигаций, так как по их подсчетам задолженность России исчисляется не 400 млн долл., а соответствует примерно 100 млрд долл. Размер суммы объясняется прежде всего содержанием золота² в царском рубле и длительностью дефолта.

В начале 2004 г. во Франции шли судебные слушания, истцом в которых выступала ассоциация AFIPER, а ответчиками — рейтинговые агентства «Moody's» и «Standard & Poor's». Эти агентства обвинялись в присвоении России долгосрочного кредитного рейтинга в инвалюте в 1996 г., что позволило России выйти на рынок еврооблигаций, несмотря на неурегулированный дефолт по царским бондам. Иски были отклонены.

¹ В 1986 г. формально был улажен дефолт по царским облигациям перед Великобританией. В обмен на часть царского золота, оказавшегося в Великобритании, СССР выплатил английским держателям облигаций 10 % от номинала.

² Золотой рубль, содержащий 0,774235 г. чистого золота, был в 2,7 раза дороже французского франка.

Китай (1949 г.). В 1949 г. к власти в Китае пришли коммунисты, и была основана Китайская Народная Республика. Внешние долги были аннулированы.

В 1987 г. Китай частично расплатился с английскими держателями дефолтных бондов, однако американским инвесторам никаких платежей до сих пор сделано не было.

В начале 1980-х гг. между Великобританией и КНР начались переговоры по поводу окончания срока аренды в 1997 г. прилегающих территорий к Гонконгу, а также по его передаче Китаю (Гонконг был колонией Великобритании с 1842 г.). М. Тэтчер в ходе переговоров с Китаем дала понять, что пока Китай не погасит дефолтные облигации, доступа на английский рынок ему не будет. Китай заплатил 45 млн долл., что составляло всего лишь 10 % от общей непогашенной задолженности Китая перед Великобританией. Информация об этом в Великобритании была представлена крайне скудно [32]. Об этом не знали не только держатели дефолтных облигаций из Португалии, Франции, Германии и Канады, но даже и многие английские инвесторы.

В 2001 г. в США была учреждена Организация американских держателей облигаций, куда вошли держатели так называемых дефолтных облигаций (wallpaper bonds), которые были выпущены ныне не существующими политическим режимом. Среди них насчитывалось 5 тыс. владельцев китайских облигаций, выпущенных с 1911 г., по которым коммунисты объявили дефолт в 1949 г. Следует особо выделить 5 %-ный выпуск облигаций с привязкой к золоту (как средству защиты от инфляции), эмитированный в 1913 г. с погашением в 1960 г. По оценкам Организации американских держателей облигаций, с учетом текущих цен на золото стоимость дефолтного выпуска (на данное время) составляет 150 млрд долл.

По данным Организации американских держателей облигаций [48], держатели китайских облигаций готовят судебный иск против международных рейтинговых агентств, которые, несмотря на состояние дефолта по отдельным облигационным выпускам, присваивают высокие суверенные рейтинги Китаю.

По мнению кредиторов из США, им необходима поддержка высшего руководства страны, так как прецедент с Великобританией показывает, что без вмешательства «железной леди» Китай не стал бы платить по своим облигациям.

Эфиопия (1947 г.). В 1947 г. Эфиопия была освобождена от части долгов, аккумулированных