

ВКЛАД МЕЖДУНАРОДНОЙ АССОЦИАЦИИ РЫНКОВ КАПИТАЛА (ICMA) В РАЗВИТИЕ МЕЖДУНАРОДНО-ПРАВОВЫХ МЕХАНИЗМОВ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА

© 2022 Радченко Юлия Анатольевна

соискатель кафедры Международного права

Московский государственный юридический университет имени О. Е. Кутафина (МГЮА),
Россия, Москва

Email: julia_cam.law@mail.ru

В XX–XXI вв. проблема внешних заимствований государств и реструктуризации суверенного долга стала одним из важных факторов обеспечения международного устойчивого экономического развития. Взаимоотношения кредиторов и государств-заемщиков затрагивают интересы широкого круга участников международных экономических отношений, что требует единого универсального механизма международно-правового регулирования. При создании такого механизма задействуются самые различные международные институты, как межправительственного, так и неправительственного характера. В статье анализируется вклад в развитие международно-правового регулирования реструктуризации суверенного долга одного из таких институтов — Международной ассоциации рынков капитала.

Ключевые слова: суверенный долг; реструктуризация; Международная ассоциация рынков капитала (ICMA); *Pari Passu*; оговорка о коллективных действиях (CAC); Международный валютный фонд (МВФ); Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД); механизм реструктуризации суверенного долга (SDRM).

Введение

Привлечение государствами внешних заемных средств для реализации экономических проектов давно стало неотъемлемой частью их финансовой политики. Данные средства могут привлекаться для самых разных целей, вследствие чего разработанный государствами инструментарий отличается большим разнообразием. Однако исполнение принятых на себя обязательств по заимствованиям может оказаться под угрозой по самым разным причинам, и перед государством-заемщиком тогда возникает необходимость осуществить реструктуризацию суверенного долга. Зачастую правовые механизмы, которые регулируют отношения между государством и его кредиторами, не помогают оперативно достичь разрешения проблемной ситуации.

Когда государство осуществляет заимствование на международных финансовых рынках, отношения в области кредитных обязательств становятся предметом регулирования национального права. Однако правовая природа государства не позволяет ему участвовать в полной мере в долговых отношениях так, как выступают част-

ные лица, будь то банки, хедж-фонды или частные инвесторы.

Другой стороной таких отношений являются кредиторы, заинтересованные в обеспечении исполнения государством своих обязательств. Специфика подобного рода отношений всегда требует индивидуального подхода на основе опыта, накопленного участниками финансового рынка на протяжении многих лет, в том числе в рамках международных организаций, объединяющих участников различных секторов финансового рынка и финансовых отношений.

Международная ассоциация рынков капитала: история и современность

Международная ассоциация рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA) на сегодняшний день является одной из авторитетнейших международных неправительственных организаций и объединяет крупнейших участников международного финансового рынка из нескольких десятков стран.

Датой создания ICMA считается 1 июля 2005 г.¹ — день, когда произошло слияние Между-

¹ IPMA and ISMA merge to create International Capital Market Association (ICMA). // ICMA Official Website. [электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Media/Press-releases-2005/Jul%201%202005%20-ICMA0501%20-%20%20IPMA%20and%20ISMA%20%20merge%20final.pdf> (дата обращения 24.12.2021).

народной ассоциации первичного рынка (IPMA) и Международной ассоциации рынка ценных бумаг (ISMA), хотя этому событию предшествовал почти полувековой процесс деятельности ее предшественников. В 1969 г. участниками рынка еврооблигаций была учреждена Ассоциация международных дилеров по облигациям (AIBD), зарегистрированная в качестве ассоциации по швейцарскому праву. Данный шаг был обусловлен необходимостью дистанцироваться от влияния финансового рынка США, которое на тот момент являлось определяющим на европейских площадках на протяжении более чем двадцати послевоенных лет. В 1970-е гг. AIBD принимает участие в создании свода правил и рекомендаций в сферах международной торговли и расчетов на рынках ценных бумаг, что способствовало упорядочению рыночной практики и обеспечению стабильности на европейском финансовом рынке. С 1 января 1992 г. AIBD меняет свое название и становится Международной ассоциацией рынка ценных бумаг (ISMA). Тот же год знаменуется созданием первой версии типового Генерального соглашения о сделках репо (GMRA), которое уже на протяжении почти 30 лет (с учетом последующих модификаций и дополнений) является одним из наиболее часто применяемых стандартизированных соглашений, регулирующих порядок совершения участниками финансовых отношений сделок репо на международных финансовых рынках.

В свою очередь, Международная ассоциация первичного рынка (IPMA) была основана в 1984 г. несколькими крупными банками для предоставления основных рекомендаций для первичного рынка капитала. Близость целей, заявленных ISMA и IPMA в итоге привела к их слиянию. За последующие 16 лет ICMA продолжила расширять свое географическое представительство, разработала новые правила поведения участников финансового рынка (с учетом опыта мирового финансового кризиса 2007–2009 гг.), а также предложила новые правовые инструменты для финансовых рынков (в том числе GMRA в версии 2011 г.)¹.

На сегодняшний день ICMA насчитывает свыше 600 членов, среди которых транснациональные коммерческие банки и небанковские

финансовые организации, центральные банки. В рамках ICMA действует большое количество органов по различным направлениям финансовых отношений, в задачу которых входит обобщение опыта совершенных операций на финансовых рынках и создание нормативной базы для их участников. Среди направлений деятельности ICMA: сертификация участников финансовых рынков, проведение образовательных и научно-практических мероприятий, консультирование и представление интересов ее членов, механизмы разрешения споров.

Приведенный выше краткий исторический обзор демонстрирует, что ICMA за более чем 50 лет своей деятельности сумела создать многогранную структуру, направленную на регулирование отношений на международном финансовом рынке, стала важным центром международных финансовых отношений, без которого уже невозможно представить существующую систему международных рынков капитала и ценных бумаг. Создание разветвленной системы географического представительства, а также признание со стороны государственных и иных публичных институтов финансовых отношений сделало ее одним из важнейших центров анализа рыночной инфраструктуры, принятия решений и разработки нормативно-правовой базы регулирования международных финансовых отношений.

Одной из проблем, в решении которой приняла участие ICMA, стала реструктуризация долговых обязательств суверенных эмитентов финансовых инструментов.

Изменение источников внешних заимствований государств как фактор влияния на реструктуризацию внешнего долга

Привлечение финансовых средств государствами от внешних источников издавна является неотъемлемой частью финансово-экономической политики государств. Данный процесс не является некоторой стандартной процедурой, а претерпевает изменения, эволюцию в зависимости от целей привлечения, экономической конъюнктуры, наконец, исторических причин. Если еще в 1960–1970-х гг. основная часть внешних заимствований осуществлялась за счет привлечения средств от финансовых институтов и экономически сильных государств,

¹ Подробнее об истории ICMA см.: Nathalie Aubry. International Capital Market Association // Handbook of Transnational Economic Governance Regimes / ed. by Christian Tietje and Alan Brouder. — p. 385–394.; см. также: About ICMA // ICMA Official Website. [электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.icmagroup.org/About-ICMA/history/> (дата обращения 24.12.2021).

то в дальнейшем фокус поиска заемных средств сместился в сторону крупнейших частных банков и международных финансовых рынков. Государства и ранее могли привлекать средства от частных кредиторов, однако в последние несколько десятилетий их предпочтения сместились в сторону именно частного сегмента.

Подобная метаморфоза внешней долговой политики государств с необходимостью привела к тому, что правовым основанием таких заимствований стали частно-правовые механизмы, при которых кредитные отношения регулировались соответствующим национальным правом, выбранным сторонами. Подобная ситуация несла в себе ряд преимуществ: государства выходят на рынок как обычные заемщики (хотя и с известными особенностями правового статуса, присущего государствам), соответственно, процесс привлечения финансирования становится более оперативным, правовая база для его регулирования уже сложилась на рынке и отпадает необходимость длительного согласования условий займа. Кроме того, рыночные механизмы характеризуются большей гибкостью по отношению к заемщикам, предоставляют широкий спектр форм механизмов заимствования и позволяют создать наиболее привлекательный для дебитора долговой инструмент.

Однако, если в случае с «обычным» кредитом, предоставляемым государству со стороны кредитора (будь то другое государство, международная финансовая организация или коммерческий банк, либо иной частный финансовый институт) отношения между ними сохраняют качество кредитно-долговых, то в случае применения иных рыночных механизмов заимствования возникает резонный вопрос: где проходит грань между кредитными и инвестиционными отношениями? Осуществляя выпуск долговых ценных бумаг, номинальная стоимость выпуска которых зачастую выражается огромной суммой, государства должны принять во внимание ряд обстоятельств, которые присущи именно данной категории заимствований. В частности, объем выпуска подразумевает значительный круг кредиторов, число которых может измеряться десятками тысяч держателей. Если условия эмиссии долговых инструментов подразумевают обращение на вторичном рынке, то число держателей может постоянно изменяться, а сами долговые инструменты становятся предметом иных сделок (например, переда-

ваться в залог, становиться обеспечением по иным финансовым обязательствам, являться предметом сделок репо или займа ценных бумаг и т.п.). В свою очередь, лицо, приобретающее бумаги на вторичном рынке, как правило, осуществляет такую сделку не в целях кредитования, а в целях инвестирования собственных средств в максимально надежные и доходные финансовые инструменты. Таким образом, отношения, связанные с одним и тем же финансовым инструментом, в определенный момент могут становиться предметом регулирования как международных финансово-правовых, так и инвестиционно-правовых отношений. В этой связи перед государством-заемщиком, которое не определило четкие условия обращения и обслуживания долговых инструментов, может возникнуть проблема во взаимоотношениях с держателями, которая вытекает из коллизий между нормами международного финансового и инвестиционного права. Будучи помноженной на количество таких держателей, государство-заемщик может столкнуться с проблемой достижения согласия по вопросу изменения условий обслуживания своего долга.

В данной ситуации возникла необходимость создания правовых механизмов, которые могли бы содействовать достижению компромиссного варианта между заемщиком и кредиторами в вопросах реструктуризации. Попытка создать в рамках МВФ универсальный механизм реструктуризации (SDRM) в 2001–2003 гг. потерпела неудачу, несмотря на все возлагавшиеся на него надежды. Одним из направлений дальнейшей работы над международно-правовым регулированием стало усовершенствование контрактного механизма заимствования государствами в каждом отдельном случае, в том числе, поиск компромисса между защитой интересов кредиторов, с одной стороны, и обеспечением приемлемого для государства числа держателей долговых инструментов, чьим согласием необходимо заручиться для осуществления реструктуризации с другой. Для достижения данных целей были разработаны оговорка о коллективных действиях (Collective Action Clause; CAC) и оговорка *pari passu*.

Оговорка о коллективных действиях (CAC)

Истоки обоих этих механизмов (CAC и *pari passu*) принято выводить из права Англии. Оговорки о коллективных действиях изначально

появились на рубеже XIX–XX вв. на финансовых рынках Лондона. Изначально они подразумевали только определение процедуры реструктуризации каждого отдельного выпуска облигаций. Однако такая ситуация ограничивала возможности как для кредиторов, так и должников, поскольку в случаях, когда должник испытывал системные проблемы в обслуживании своих обязательств, ему приходилось требовать реструктуризации в отдельности для каждого выпуска долговых инструментов. Кроме того, кредитор мог приобрести значительное количество облигаций, которое могло блокировать процесс реструктуризации данного выпуска, и, как следствие, оказывать влияние на переговоры по реструктуризации прочих выпусков. Подобный механизм оговорок о коллективных действиях являлся доминирующим в международной практике (прежде всего на лондонском финансовом рынке) вплоть до начала XXI в¹. В дальнейшем оговорки о коллективных действиях стали включать также условия об агрегировании требований кредиторов по различным выпускам долговых инструментов, что позволяло согласовать условия реструктуризации среди держателей различных долговых инструментов и сделать саму реструктуризацию более эффективной, а облегчение долгового бремени государств более быстрым.

С 2003 г. оговорки о коллективных действиях прочно вошли в практику финансовых рынков США, поскольку важность их применения особо проявилась в спорах в американских судах касательно суверенных долговых инструментов, регулируемых правом США².

Суть САС сводится к тому, что при достижении согласия квалифицированного большинства держателей долговых инструментов, новые условия обслуживания долговых инструментов становятся обязательными для всех их держате-

лей. Таким образом, миноритарные держатели долговых инструментов не могут в случае своего несогласия повлиять на процесс реструктуризации суверенного долга и подчиняются условиям, согласованным между должником и большинством кредиторов.

Первые попытки применить САС к реструктуризации суверенных долговых инструментов относятся к 1995 г., когда был реструктурирован суверенный долг Мексики, необходимость урегулирования которого возникла в результате финансового кризиса 1990-х гг. Интересно, что на первоначальном этапе, как указывает Т. Корреа, стороны не видели необходимости во включении САС в условия выпуска облигаций, поскольку данный механизм был закреплен в законодательстве США. Однако впоследствии в целях избежания разночтений в части применимости тех или иных актов практика изменилась³.

Включение САС в условия выпуска долговых инструментов с того момента стало одним из важнейших механизмов, на которые обратили внимание крупнейшие мировые финансово-экономические институты. Еще в 2002 г. Рабочая группа G-10 по контрактным условиям в своем докладе, посвященном ужесточению требований к суверенным долговым инструментам, рекомендовала включать оговорку о коллективных действиях в условия выпуска облигаций как средство, которое должно облегчить осуществление реструктуризации суверенного долга⁴. В 2003 г. Исполнительный совет МВФ призвал персонал вести активный диалог с эмитентами развивающихся рынков с целью поощрения использования САС на финансовых рынках в соответствии с рекомендациями Рабочей группы G-10⁵. В итоге включение САС в условия эмиссии долговых инструментов стало стандартом выпуска международных суверенных облигаций. Данная мера не была бесспорной: кредиторы

¹ См.: Das, Udaibir S., Michael G. Papaioannou and Christopher Trebesch (2012) Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Paper/12/203 (August).

² См.: Billington, D. European Collective Action Clauses// Sovereign Debt Management, ed. Rosa M. Lastra and Lee Buchheit, first edition published in 2014 ed., Vol. 1. — p.402.

³ Correa, Tomas D. Rodriguez. What Can Be Found in the Venezuelan Bag of Snakes? An Analysis of the Bolivarian Republic's Expected Debt Litigation as Contrasted with the Previous Argentina Bond Litigation — Max Planck Institute for Comparative Public Law & International Law (MPIL) Research Paper No. 2018–11. — p. 9.

⁴ Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses // BIS Official Website [электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.bis.org/publ/gten08.pdf> (дата обращения 24.12.2021).

⁵ Public Information Notice: IMF Continues Discussion on Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts // IMF Official Website [электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/pn0353> (дата обращения 24.12.2021).

противились включению САС в отношении долговых инструментов, эмитируемых государствами с низкими кредитными рейтингами, то есть государствами, в отношении которых имелись объективные сомнения в том, что они в перспективе могут быть в состоянии исполнять свои финансовые обязательства. И хотя в большинстве случаев включение САС до сих пор является рекомендацией в целях предупреждения возникновения проблем с реструктуризацией долга, Европейский союз принял правило, согласно которому САС стало «обязательным для всех новых государственных ценных бумаг еврозоны со сроком погашения более 1 года, выпущенных 1 января 2013 года или после этой даты»¹, что явилось первым примером закрепления данного механизма на региональном уровне.

Оговорка *Pari Passu*

Оговорка *pari passu* подразумевает, что все требования кредиторов должны удовлетворяться в равной степени пропорционально причитающимся им выплатам. Иными словами, не должно иметь место какое-либо ранжирование держателей государственного долга, подчинение обязательств перед одними кредиторами другим.

Вопрос применения оговорки *pari passu* к долговым обязательствам государств встал в связи с событиями 2001 г., когда вследствие поразившего Аргентину долгового кризиса, государством был объявлен дефолт по долговым обязательствам, выпущенным в 1990-х гг., и с тех пор фактически не сходит с повестки дня. Применимым правом к данным долговым обязательствам являлось право штата Нью-Йорк, на суды Нью-Йорка также была возложена юрисдикция по возникающим в этой связи спорам. Правительство страны заявило о реструктуризации государственного долга, на которую согласилось большинство кредиторов, но не все.

В 2011 г. компанией NML Capital Limited, являвшейся одним из держателей аргентинского долга, вместо проведения переговоров о реструктуризации был инициирован судебный процесс в Окружном суде Соединенных Штатов по Южному округу г. Нью-Йорка. Поскольку наложение ареста на активы Аргентины в целях обеспечения исполнения обязательств было связано с определенными сложностями, была

выбрана иная стратегия, а именно истец попытался остановить платежи по реструктурированным обязательствам, которые на тот момент уже выплачивало аргентинское правительство держателям новых (реструктурированных) долговых инструментов. Представители истца воспользовались неясностью, которая имела место в отношении имевшейся оговорки *pari passu*, и применили к ней расширительное толкование. Если Аргентина исходила из того, что все платежи должны осуществляться на новых условиях, достигнутых в результате реструктуризации, то истцы, несогласные с таким изменением условий погашения долга, настаивали на исполнении эмитентом изначальных условий выпуска, вне зависимости от того, когда, с кем и на каких условиях были достигнуты договоренности о реструктуризации.

В 2012 г. суд встал на сторону истца, а в дальнейшем апелляционная инстанция подтвердила (с небольшими изменениями) позицию своего предшественника. Данная ситуация не только осложнила процесс реструктуризации и урегулирования долга, но и создала для Аргентины дополнительные проблемы, связанные с обеспечением исполнения принятого решения, а также вызвала ожесточенные споры в юридическом сообществе.

Таким образом, одной из проблем применения оговорки *pari passu* в области международных займов является тот факт, что в отличие от корпоративного сектора, содержание оговорок *pari passu* в сфере суверенного долга менее ясно, чем в корпоративном долге. Поскольку не существует эквивалентного установленного законом режима несостоятельности для суверенных государств, содержание оговорок *pari passu* в соглашениях о суверенном долге вызывает вопросы.

Разработка стандартной формулировки для САС и *pari passu* в рамках ICMA

В свете указанных событий, которые в перспективе могли свести на нет любые попытки реструктуризации суверенного долга, Министерство финансов США организовало рабочую группу высокого уровня с целью разработки рыночного решения для нейтрализации последствий принятых судебных решений и устранения недостатков существующих оговорок о кол-

¹ ESM Treaty — consolidated version (all official languages of ESM Members). Art. 12, par.3 // European Stability Mechanism. [электронный ресурс] — Режим доступа: https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/migration_files/20150203_-_esm_treaty_-_en.pdf (дата обращения 24.12.2021).

лективных действиях, которые способствовали проблемам в осуществлении реструктуризации Аргентины. Идея заключалась в том, чтобы стандартизировать существующие аспекты юридических положений, включенных в контракты с государственными облигациями. Чтобы ускорить процесс и заручиться поддержкой участников рынка, Казначейство США решило подключить к разработке ICMA.

ICMA провела ряд консультаций со своими членами и другими представителями финансового рынка, рабочей группой Министерства финансов США, в которую вошли участники рынка, представители экономически развитых стран и стран с формирующимся рынком, многосторонние учреждения и ученые, и вынесла на рассмотрение проект оговорок о коллективных действиях и *pari passu*. Типовые формулировки ICMA прошли несколько раундов консультаций с различными сторонами, включая членов ICMA и других участников рынка, а также с ключевыми международными финансовыми учреждениями (в том числе МВФ), представителями государственного и частного секторов, в результате чего были подготовлены и опубликованы в 2014 г.

Здесь следует сделать небольшое отступление, поскольку в этой связи возникает важный момент, касающийся места международных неправительственных организаций в современной системе международного права. Как указывает Т. М. Быкова, в доктрине международного права существует несколько направлений в отношении концептуального решения вопроса о международной правосубъектности международных неправительственных организаций: от полного неприятия в качестве субъектов до признания их полноценными субъектами международного права¹. В отличие от международных межправительственных организаций, которые создаются на основании международного договора между государствами, то есть на основании суверенной воли государств, соглашающихся наделить их

определенным международно-правовым статусом своей суверенной волей, данные участники международных отношений создаются частными лицами по внутреннему праву государств, как следствие могут являться только субъектами международного частного права². Однако те изменения, которые произошли в системе международного права в XX в., заставили ряд исследователей обратить внимание на то, что международные неправительственные организации обладают рядом признаков международной правосубъектности. Так, например, Т. Н. Нешатаева отмечала, что «в системе ООН МНПО (международные неправительственные организации — прим. Ю.Р.) действуют как субъекты международного права, обладающие ограниченным объемом правоспособности. Их правовой статус включает достаточно разнообразные права и обязанности, закрепленные в нормах международного права»³. Г. В. Игнатенко предлагал разграничивать правосоздающих и правоприменяющих, которые участвуют в нормотворческом процессе, и только правоприменяющих субъектов международного права, которые таким качеством не обладают⁴. К последним он относил в том числе и международные неправительственные организации.

Однако подобное отнесение международных неправительственных организаций только к правоприменяющим на наш взгляд не соответствует складывающейся международно-правовой практике. Л. И. Захарова, говоря об особенностях правового статуса таких международных неправительственных организаций, как Международный комитет Красного Креста и Международный олимпийский комитет, указывает на такие особенности правового положения этих организаций, как особый правовой статус, определенный в их соглашениях со Швейцарией, участие в качестве наблюдателя в Генеральной Ассамблее ООН, их сотрудничество с организациями системы ООН и государствами на основании договоров. На этом ос-

¹ Быкова Т. М. Правовое положение международных неправительственных организаций, имеющих консультативный статус при межправительственных организациях: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. — М., 2012. — с. 12–13.

² См. напр.: Курс международного права (в 6 т.). — М.: Наука, 1967. — Т. I. — с. 158; Кольяр К. Международные организации. — М., 1978. — с. 472; Шибаева Е. А., Поточный М. Правовые вопросы структуры и деятельности международных организаций. — М.: Изд-во МГУ, 1988. — с. 15.

³ Нешатаева Т. Н. Международные организации и право. Новые тенденции в международно-правовом регулировании. — М.: Дело, 1998. — с. 38.

⁴ Игнатенко Г. В. Международное право: учеб. / Г. В. Игнатенко — М.: НОРМА-ИНФРА, 1999. — с. 33

новании исследователь указывает, что данные организации могут быть признаны субъектом *sui generis*¹. Таким образом, международные неправительственные организации могут участвовать в нормотворческом процессе как непосредственно вступая в отношения с государствами и международными организациями, так и опосредованно. ISMA была привлечена к процессу создания системы международно-правового механизма государством, а в дальнейшем результаты ее работы, касающиеся реструктуризации суверенного долга, были рекомендованы к имплементации Международным валютным фондом. Хотя сами формулировки не являются нормами права, а обязанность государств включать их в условия выпуска или практика применения такого рода механизмов по умолчанию отсутствует в системе современного международно-правового регулирования, сам факт их рекомендации к включению в условия заимствования может рассматриваться как норма «мягкого права», а будучи имплементированными в соответствующие соглашения, они становятся обязательными для сторон. Таким образом, ISMA выступает опосредованным участником международного нормотворчества.

Модель типовой оговорки о коллективных действиях ISMA предлагается для включения в условия выпуска облигаций, эмитируемых центральными банками или любым правительственным учреждением. Предложенная ISMA модель оговорки о коллективных действиях отличается тем, что предлагает должнику три варианта поведения в зависимости от сложившейся ситуации и позиции кредиторов:

1. Эмитент вправе опросить держателей каждой серии облигаций. Если по крайней мере 75 процентов (в случае с заранее определенными в оговорке о коллективных действиях параметрами выпуска) или более 50 процентов (в других случаях) серии согласятся с новыми условиями, остальные кредиторы будут связаны обязательствами.

2. Эмитент вправе опросить держателей двух или более серий. Если держатели 66⅔ про-

центов от совокупной номинальной суммы непогашенных долговых ценных бумаг затронутых серий долговых ценных бумаг, способных к агрегированию (взятых в совокупности) и более 50 процентов от совокупной номинальной суммы непогашенных долговых ценных бумаг в каждой затронутой группе долговых ценных бумаг, способных к агрегированию (взятых по отдельности), согласны с новыми условиями, остальные кредиторы будут обязаны принять условия реструктуризации.

3. Эмитент вправе опросить держателей двух или более серий одновременно, но получить только один голос по всем затронутым сериям. Если держатели 75% совокупной номинальной стоимости непогашенных долговых ценных бумаг всех затронутых серий долговых ценных бумаг, способных к агрегированию, согласятся с новыми условиями, остальные кредиторы будут связаны обязательствами. Реструктуризация либо осуществляется в отношении всех опрошенных держателей, либо не применяется ни для кого из опрошенных.

Оговорка о коллективных действиях также предусматривает порядок предоставления информации, принятия решений, осуществления оценки обязательств, урегулирование спорных ситуаций.

Оговорка *pari passu*, предложенная ISMA, определяет отсутствие ранжирования кредиторов по реструктурируемому долговому обязательству и равное ранжирование долговых ценных бумаг. Тем самым, ISMA попыталась исключить двусмысленность формулировки *pari passu*, которая стала предметом спора в отношении Аргентины.

Признание типовых оговорок ISMA на международном уровне

Значение предложенных ISMA механизмов практически сразу же было оценено рядом международных организаций. Так, например, Организация объединенных наций по правительственному развитию (ЮНКТАД) в документе 2015 г. «Работа с суверенным долгом: дорожная карта и руководство» отметила, что «новый тип Оговорок о коллективных действиях, предложенный ISMA, явля-

¹ Подробнее см.: Захарова Л. И. Элементы международной правосубъектности международных неправительственных организаций (на примере Международного комитета Красного Креста и Международного олимпийского комитета) // Правосубъектность: общетеоретический, отраслевой и международно-правовой анализ: сборник материалов к XII Ежегодным научным чтениям памяти профессора С. Н. Братуся / В. Ф. Яковлев, Т. Я. Хабриева, В. К. Андреев и др. — М., 2017. — с. 108–117.

ется текущим эталоном для выпуска облигаций»¹.

Когда в августе 2014 г. ICMA опубликовала свои типовые формулировки, МВФ отметил, что они должны быть приняты за образец, поскольку исключают возможность повторения ситуации, аналогичной той, что произошла в отношении Аргентины.

Применительно к оговорке *pari passu* МВФ отметил, что «исходя из неопределенности, возникшей в связи с толкованием *pari passu*, (...) положения о *pari passu* должны быть составлены таким образом, чтобы в соответствии с Типовыми положениями ICMA прямо исключалось обязательство делать облагаемые платежи»². МВФ отметил такие преимущества модели ICMA как гибкость (позволяет реструктурировать одну серию или несколько серий выпусков), возможность включения условий об обмене информацией, ограничение возможности влияния на принятие решений государством, являющимся держателем или косвенно контролирующим часть собственных суверенных долговых инструментов.

Хотя было отмечено, что модели, предложенные ICMA, не являются единственным решением, тем не менее они могут являться одним из лучших на сегодняшний день методов предупреждения сложностей, связанных с достижением согласия между заемщиком и кредиторами в вопросах урегулирования суверенного долга.

Заключение

Проведенный обзор сложившейся практики разрешения споров между государствами-заемщиками и несогласными держателями суверенного долга и связанной с этим деятельности ICMA в части создания типовых моделей оговорок о коллективных действиях и *pari passu* приводит нас к некоторым выводам.

Во-первых, государства вправе привлекать внешние заимствования теми способами, которые они считают необходимыми, если они не противоречат возложенным на него обязательствам по международному праву. Государство может привлекать средства, свободно обращающиеся на международном финансовом рынке в виде заимствований, регулируемых наци-

ональным правом того или иного государства, однако в данной ситуации оно будет выступать в качестве рядового участника финансовых отношений, с той лишь разницей, что его правовая природа будет накладывать определенные коррективы на взаимоотношение с ним кредиторов. К государству неприменимы стандартные процедуры банкротства, которые имеются в национальном праве государств, его статус характеризуется суверенитетом, из чего с неизбежностью возникают права, связанные с суверенным иммунитетом. В остальном государство в данной ситуации выступает в качестве рядового заемщика.

Во-вторых, вне зависимости от того, какому праву подчинены долговые обязательства государства, основной принцип международного права «договоры должны соблюдаться», а, следовательно, и принцип устойчивости суверенного долга, сложившийся в международном финансовом праве, требуют от государства-заемщика погашения своих обязательств перед кредиторами (будь то государства, международные организации или даже частные лица). В случае возникновения сложностей с обслуживанием долга, достижение приемлемого для обеих сторон решения будет зависеть исключительно от возможности достичь соглашения между ними по вопросам реструктуризации долга. В этой ситуации на помощь государству-заемщику могут прийти оговорки о коллективных действиях и *pari passu*, которые помогают согласовать условия урегулирования долговых обязательств с приемлемым числом держателей долга и обеспечить исполнение новых обязательств на равной основе для всех кредиторов. В этой связи, данные две оговорки должны включаться государствами в условия эмиссии долговых инструментов и квалифицироваться двуединым инструментом, поскольку пренебрежение одной из них может свести фактически на нет правило, установленное другой. Данная норма должна не просто быть рекомендательной, а прочно войти в практику международных долговых отношений в качестве одного из обязательных.

В-третьих, хотя ICMA является международ-

¹ Roadmap and Guide for Sovereign Debt Workouts — UNCTAD // UNCTAD Official Website [электронный ресурс] — Режим доступа: https://unctad.org/system/files/official-document/gdsddf2015misc1_en.pdf (дата обращения 24.12.2021).

² Strengthening the contractual framework for sovereign debt restructuring — the IMF's perspective // IMF Official Website [электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf> (дата обращения 24.12.2021).

ной неправительственной организацией, объединение в ее рамках крупнейших участников финансовых рынков дает ей особое преимущество. Будучи форумом, в котором происходит обмен опытом между непосредственными участниками трансграничных финансовых от-

ношений, она имеет возможность обобщить этот эмпирический материал, который впоследствии может быть выражен в нормах «мягкого права», а затем имплементирован в международные публично-правовые институты.

Библиографический список

1. *Быкова Т. М.* Правовое положение международных неправительственных организаций, имеющих консультативный статус при межправительственных организациях: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. — М., 2012.
2. *Захарова Л. И.* Элементы международной правосубъектности международных неправительственных организаций (на примере Международного комитета Красного Креста и Международного олимпийского комитета) // Правосубъектность: общетеоретический, отраслевой и международно-правовой анализ: сборник материалов к XII Ежегодным научным чтениям памяти профессора С. Н. Братуся / В. Ф. Яковлев, Т. Я. Хабриева, В. К. Андреев и др. — М., 2017.
3. *Игнатенко Г. В.* Международное право: учеб. / Г. В. Игнатенко — М.: НОРМА-ИНФРА, 1999.
4. *Кицмаришвили Д. Э.* Международно-правовые проблемы внешнего государственного долга: дисс. ... канд. юрид. наук. М., 2020.
5. *Кольяр К.* Международные организации. — М., 1978.
6. Курс международного права (в 6 т.). — М.: Наука, 1967. — Т. I.
7. *Нешатаева Т. Н.* Международные организации и право. Новые тенденции в международно-правовом регулировании. — М.: Дело, 1998.
8. *Шиббаева Е. А., Поточный М.* Правовые вопросы структуры и деятельности международных организаций. — М.: Изд-во МГУ, 1988.
9. Billington, D. European Collective Action Clauses// Sovereign Debt Management, ed. *Rosa M. Lastra and Lee Buchheit*, first edition published in 2014 ed., Vol. 1.
10. *Correa, Tomas D. Rodriguez.* What Can Be Found in the Venezuelan Bag of Snakes? An Analysis of the Bolivarian Republic's Expected Debt Litigation as Contrasted with the Previous Argentina Bond Litigation — Max Planck Institute for Comparative Public Law & International Law (MPIL) *Research Paper No.* 2018–11.
11. *Das, Udaibir S., Michael G. Papaioannou and Christopher Trebesch* (2012) Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Paper/12/203 (August).
12. *Gelpern A.* The IMF Revisits Sovereign Debt Restructuring, Not the SDRM. Publication of the Peterson Institute for International Economics. 2013 [электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/imf-revisits-sovereign-debt-restructuring-not-sdrm> (дата обращения: 01.09.2020).