

## Методика эффективного управления задолженностью в рамках долговой политики России в условиях мирового финансового кризиса

© 2011 П.К. Левин

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации  
E-mail: lvls@mail.ru

В представленной статье рассматривается комплекс вопросов, связанных с методиками управления задолженностью, таких, как конверсия долга, секьюритизация активов и долгов, а также выкуп и досрочное погашение задолженности в рамках долговой политики России в условиях мирового финансового кризиса. Анализируется нормативно-правовая база с целью возможного применения указанных методов управления в России, а также возникающие при этом риски.

*Ключевые слова:* долг, государственная суверенная задолженность, частный корпоративный долг, управление задолженностью, секьюритизация, досрочное погашение задолженности, мировой финансово-экономический кризис.

Наличие в настоящий момент у России инвестиционного рейтинга, постепенное улучшение макроэкономических показателей развития России создают необходимые предпосылки для активизации заемной политики в ближайший период с одновременным сохранением тенденции к улучшению показателей долговой нагрузки.

Проблема эффективного управления государственным долгом подробно обсуждается как на национальном, так и на международном уровне. И если за счет мер, принятых за прошедшие пять лет, удалось качественно улучшить структуру суверенного долга России и повысить ликвидность государственных облигаций на внутреннем рынке, то ряд вопросов, касающихся законодательного оформления управления долгом, процедур управления рисками, унификации подходов к подсчету объемов долга и некоторых других проблем, до сих пор остается нерешенным. Поступления от заимствований являются для правительства одним из важнейших источником доходов, помимо поступлений от налогов.

Методика активного управления государственным долгом предполагает использование различных инструментов при формировании долговой политики России. Мировой финансово-экономический кризис обострил проблему эффективного управления суверенной задолженностью с целью минимизации долговой нагрузки на экономику страны. Вопрос управления задолженностью особенно актуален для России ввиду значительного увеличения долговой нагрузки на частный сектор, который имеет больше вариантов управления задолженностью по сравнению с государственным суверенным долгом.

Наиболее распространенными вариантами активного управления внешней задолженностью

являются процессы конверсии долга, секьюритизации активов и долгов, а также выкуп и досрочное погашение задолженности. Выделим характерные черты, плюсы и минусы каждого из указанных типов активного управления задолженностью с точки зрения их применения в условиях мирового финансового кризиса в рамках долговой политики России.

Под конверсией долга понимается замена обязательств, по которым не выплачиваются проценты, новыми обязательствами, которые улучшают положение заемщика в текущем положении либо в будущем. Существенным преимуществом конверсии долга является тот факт, что данная операция не приводит к изменению структуры обязательств и не приводит к получению новых ссуд.

По формам конверсии управление долгом можно разделить:

- 1) на перевод долга в местную валюту (свопы “долг/акции”, “долг/долг”);
- 2) прямой обмен на активы (актуален для частного сектора);
- 3) прямой обмен на товары (погашение в натуральной форме).

Наиболее распространенным способом конверсии долга в частном секторе является конверсия долговых обязательств в новые недолговые активы (долг/активы). Такого рода операции невозможны для государственного сектора, поскольку предполагают передачу доли в компании или же недолговой актив, например, земельные участки. С другой стороны, выплата может осуществляться путем предоставления технологии или обучения технологическому процессу, что также может быть активом предприятия. Типичной схемой по обмену в данном случае служит конверсия долга в цен-

ные бумаги, вместе с тем стороны могут предусмотреть дополнительные условия, такие как финансирование проектов в области охраны окружающей среды, законодательного регулирования. Вновь заключенные сделки открывают возможности обеим сторонам, расширяя возможности должников по погашению задолженности, и обеспечивают заемщикам дополнительные выгоды.

Свопы “долг/акции”, как один из видов конверсионного соглашения, применим для частного сектора или для компаний, привлекающих ресурсы на внутреннем рынке. Объяснение такой сегментации заключается в характере конверсии долг/акции, когда кредиторы соглашаются отказаться от своих требований по обязательствам в отношении должника в обмен на долю акций должника. Стимулом для конверсии может стать возможность участия в управлении должником и, как следствие, участие в распределении прибылей и убытков. Рассмотрение в роли заемщика суверенного государства или же компании государственного сектора несколько осложняет процесс конверсии. Дополнительные сложности возникают в том случае, если суверен не изъявляет желания приватизировать должника государственного сектора или же предлагает приватизацию другого государственного юридического лица для совершения конверсионной операции. Данный вопрос выходит за границы финансовой сферы и может лежать в плоскости политического решения в рамках формирования долговой политики того или иного государства.

Значительным отличием свопов суверенных государств и свопов, совершаемых между частным сектором, является тот факт, что частный сектор совершает своп операции с целью защи-

ты. Так, кредитор соглашается принять акции для снижения рисков дефолта эмитента, а также исходя из соображений эффективности владения акциями в будущем. С точки зрения суверенного заемщика и частного сектора, ситуация выглядит несколько более сложно. При совершении конверсии кредитор рассчитывает на возможность эффективного размещения инвестиций в суверенной стране, а должник защищает свои активы или же сводит к минимуму ресурсы, затрачиваемые на их защиту.

Преимуществом операции свопа “долг/акции” является возможность превращения долга страны в акции посредством размещения иностранных инвестиций в какое-либо национальное предприятие. Иностранцы получают выход на новые рынки, государство - потенциальных инвесторов в национальную экономику.

На практике данный вид конверсии может выглядеть следующим образом. Иностранная компания, заинтересованная в новых рынках, на вторичном рынке покупает долговые обязательства суверенного заемщика. Государство в лице уполномоченных органов выкупает долговые обязательства в национальной валюте. Иностранная компания, получая местную валюту, осуществляет инвестиции путем приобретения акций или прямого участия в капитале компании на национальном рынке. При этом на первоначальном этапе должен существовать инвестиционный договор, регулирующий отношения иностранной компании и указывающий направления инвестиций после выкупа долговых обязательств.

Последовательно данная схема может быть представлена следующим образом (см. рисунок).

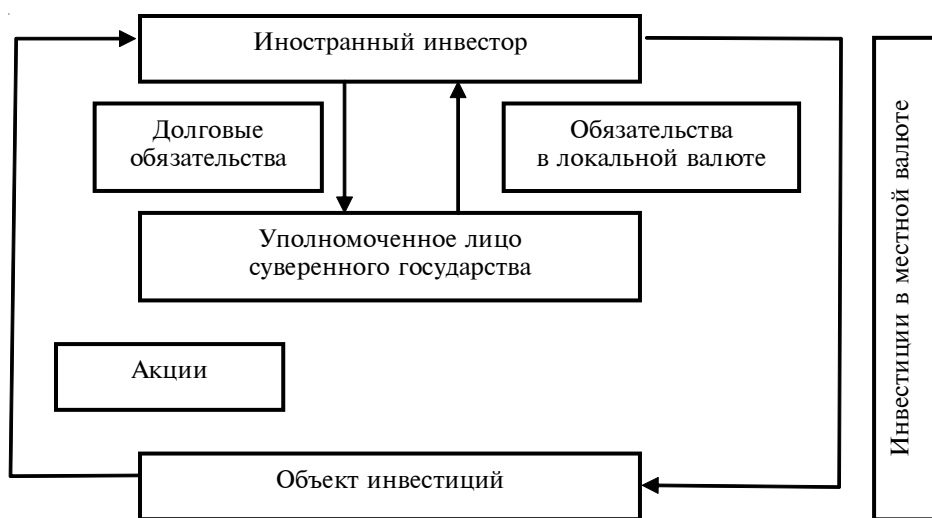


Рис. Схема обмена долга суверенного государства на акции государственной компании

В качестве успешного примера реализации данного направления политики России можно рассмотреть Соглашение о порядке передачи имущества Армении в счет погашения долга в размере 93 млн. долл. по государственным кредитам, предоставленным правительством России правительству Республики Армения<sup>1</sup>. Согласно соглашению, российской стороне были переданы 100 % акций ЗАО “Марс”, ереванских НИИ материаловедения, математических машин, автоматизированных систем управления и имуществомного комплекса Разданской ТЭС, находящихся в собственности Армении<sup>2</sup>.

Среди положительных аспектов реализации конверсионных соглашений “долг/акции” можно выделить увеличение инвестиционной привлекательности предприятий, подлежащих приватизации. Путем освобождения от долговой нагрузки предприятие может стать более эффективным, что положительно сказывается как на частном секторе-акционере, так и на суверенном участнике путем получения дополнительной прибыли от деятельности предприятия. Однако для осуществления конверсии необходимым условием является прозрачность проведения операций на каждом из этапов. Россия на сегодняшний день не всегда способна обеспечить приемлемый для иностранных участников уровень прозрачности сделок.

Своп “долг/экспорт” (или “долг/товары”) является разновидностью конверсии долга, который приобретает особое значение в период финансово-экономической нестабильности. Странам-должникам не всегда удается изыскать денежные ресурсы для погашения задолженности, однако существует ряд производств, в которых страна имеет конкурентные преимущества. При этом страна-должник погашает долг предоставленными товарами или услугами, получая в обмен заказы на производство. Такого рода отношения стимулируют производственный процесс, процесс товарообмена между государствами, позволяют избавиться от возможных товарных излишков.

Еще одной вариацией свопа “долг/экспорт” является погашение обязательств в форме получения права на реализацию товара по установленной цене. Определенная часть от оговоренной суммы возвращается стране-должнику, оставшаяся идет в зачет встречных требований по внешнему долгу.

Данный вид конверсионных соглашений имеет также и ряд недостатков:

1) выставление должником условия предоплаты стоимости товара или услуги до момента его реализации на открытом рынке;

2) предоставление в качестве товаров для реализации продукции нетрадиционного экспорта для данной страны-должника.

В целом, конверсионные операции могут содержать в себе инфляционную составляющую, если задолженность будет подлежать обмену на местную валюту без проведения соответствующего регулирования и контроля, а также компенсационных мер фискального и денежно-кредитного характера. Другая опасность состоит в том, что при осуществлении конверсии “долг/акции” предполагается субсидирование иностранного инвестора, что может привести к перераспределению ресурсов внутри страны, а также противоречит недискриминационному характеру участия иностранных инвесторов на территории России.

Одним из направлений активного управления уже существующей задолженностью является секьюритизация. Под секьюритизацией понимается выпуск новых ценных бумаг, подтверждающих право собственности или обязательства должника<sup>3</sup>. Управление долгом посредством секьюритизации открывает для должника дополнительные возможности и зависит от готовности международного рынка ссудных капиталов к принятию дополнительных рисков от размещения, финансово-экономического состояния должника и его готовности к обслуживанию новой задолженности.

С точки зрения вовлечения международных финансовых институтов, секьюритизация выглядит как реоформление существующих долговых обязательств в новые рыночные долговые инструменты. На международном рынке ссудного капитала в настоящее время обращаются два типа секьюритизированного долга: иностранные облигации, выпускаемые нерезидентами на внутренний рынок иностранного государства, и евробонды – средне- и долгосрочные обязательства, выпускаемые с целью размещения на еврорынках для зарубежных инвесторов<sup>4</sup>.

Наибольшую популярность получила секьюритизация долгов через Brady-облигации. Основные характеристики секьюритизации долга посредством конверсии долга в облигации Brady сформулированы в таблице (табл. 1).

Несомненным плюсом такого рода секьюритизации может служить:

- 1) увеличение срока выплат по долгу до 20 лет;
- 2) широкий спектр выпускаемых инструментов с различной степенью риска и обеспечением;
- 3) относительная высокая доходность инструментов;

Таблица 1. Виды облигаций Brady

Наименование	Описание	Срок	Ставка купона	Плюсы	Обеспечение
<b>Облигации с уменьшенным процентом</b>	Обмен имеющихся облигаций на новые в аналогичной номинальной стоимостью	30 лет	Полугодовые выплаты по фиксированной ставке ниже рынка	Сокращение текущих платежей по обслуживанию долга за счет снижения ставки начисляемых процентов	30-летние казначейские облигации США с нулевым купоном
<b>Дисконтные облигации</b>	Снижение совокупного долга путем списания части основного долга	30 лет	Погашение облигации с учетом плавающей ставки (LIBOR + x)	Сокращение объемов основного долга и удлинение сроков расчета	30-летние казначейские облигации США с нулевым купоном
<b>Ступенчатые облигации</b>	Сокращение платежей по обслуживанию долга путем определений низких ставок процентных отчислений	15-20 лет	Полугодовые выплаты купонов по плавающим процентным ставкам	Сокращение текущих платежей по обслуживанию долга, увеличение сроков расчета	Основной долг не обеспечен Купоны обеспечены в течение 5-6 лет
<b>Долговые конверсионные облигации</b>	Задолженность остается неизменной	15-20 лет	Полугодовые погашения основного долга и купонов по рыночной ставке (LIBOR+x)	Возможность конверсии в акции должника	Без обеспечения
<b>Процентные облигации</b>	Сокращение задолженности по процентам с учетом скидки	10-20 лет	Полугодовые погашения основного долга	-	Без обеспечения
<b>Капитализированные облигации</b>	Присоединение процентных платежей к основной сумме долга	20 лет (10 лет льготный период)	Полугодовая основа с фиксированной ставкой	Отсрочка процентных платежей и наличие льготного периода погашения	Без обеспечения

Источник. Составлено автором по материалам: Саркисянц А.Г. Система международных долгов. М., 1999. С. 402-404.

4) дополнительное обеспечение в виде наиболее стабильных казначейских облигаций США;

5) развитость вторичного рынка обращения долга (с использованием системы Euroclear/Cedel);

6) возможность взаимодействия с МВФ с целью принятия должником обязательств по проведению структурных реформ в экономике.

Третьим методом активного управления государственной задолженности является выкуп задолженности. По мере развития вторичного рынка обращения государственного долга, сформированного путем секьюритизации, у государств появилась возможность постепенного выкупа задолженности с рынка.

С точки зрения должника, досрочное погашение или выкуп задолженности подразумевает экономию на выплачиваемых процентах. Кредитор путем переговоров старается определить цену выкупа задолженности с учетом упущенной выгоды по процентным платежам. В меж-

дународной практике используются различные методы для определения цены выкупа задолженности, среди них следующие (табл. 2).

Выкуп долга является более привлекательным для страны-должника, чем аналогичная досрочная выплата полной стоимости долга с использование эквивалентной суммы наличных, поскольку выкуп задолженности предполагает определенную скидку, однако несет в себе затраты по предварительной секьюритизации долга.

Обратный выкуп обязательств страной может рассматриваться как улучшение долгосрочных перспектив для других стран на получение полной суммы по своим требованиям<sup>5</sup>. Для страховки от невыполнения платежей по обязательствам в будущем обратный выкуп осуществляется в конвертируемой валюте и может быть проведен только при наличии положительной репутации среди членов Парижского клуба кредиторов и по согласованию с МВФ в рамках программ, проводимых для данной страны.

Таблица 2. Методы определения цены выкупа долга

Наименование	Суть операции	Плюсы	Минусы
Без учета рыночной ставки процента	Снижение чистой стоимости задолженности по сравнению с номинальной стоимостью	Соответствует принципам Парижского клуба кредиторов	Не учитывает изменения рыночной ставки процента Кредитор может понести финансовые потери
С учетом рыночной ставки процента	Кредитор соглашается на скидку для страны-должника на основе текущей рыночной ставки процента на момент выплаты	Соответствует принципам Парижского клуба кредиторов Процентные ставки утверждаются на двухсторонних переговорах	Индивидуальный подход для каждого должника Не учитывает премии за "страновой риск"
С учетом странового риска	Определение странового риска на открытом рынке	Соответствует стоимости требования на частном рынке Предоставляется скидка, аналогичная секьюритизации	Рыночная цена зависит от финансовых характеристик задолженности Зависимо от колебаний рыночных цен Не исключает возможности спекулятивного спроса
С учетом общей стоимости секьюритизации	Увеличение стоимости операции по выкупу	Не требует дополнительных затрат кредитора кроме затрат на секьюритизацию долга	Длительность процесса секьюритизации Невозможно определить стоимость секьюритизации до момента ее проведения

Источник. Составлено автором по материалам: Саркисянц А.Г. Система международных долгов. М., 1999. С. 410-411.

Одной из основных проблем современной системы управления государственным долгом в нашей стране является, безусловно, отсутствие хорошо проработанной законодательной основы.

До введения в действие Бюджетного кодекса Российской Федерации законодательную основу в сфере управления государственным долгом составляли два основных федеральных закона: "О государственном внутреннем долге Российской Федерации" от 13 ноября 1992 г. □ 3877-1 и "О государственных внешних заимствованиях Российской Федерации и государственных кредитах, предоставляемых Российской Федерацией иностранным государствам, их юридическим лицам и международным организациям" от 17 декабря 1994 г. □ 76-ФЗ.

С одной стороны, на сегодня отсутствует четкое разделение компетенции между ветвями государственной власти. К процессу управления государственным долгом имеет отношение ряд структур: прежде всего, это Правительство Российской Федерации<sup>6</sup>, Министерство финансов РФ, а также Министерство экономического развития РФ, Центральный банк Российской Федерации и Внешэкономбанк, выступающие в роли агентов Правительства РФ по вопросам, соответственно, внутреннего и внешнего долга. В связи с этим возникает несогласованность действий перечисленных структур, что, естественно, снижает качество управления долгом.

С другой стороны, даже само понятие "управление долгом" в нашей стране не имеет законодательного определения, соответственно, неясны и пределы полномочий Правительства РФ в сфере выполнения этой его функции.

В данной связи можно предположить, что одним из вариантов решения этой проблемы может быть *создание единого правового документа*, который будет регулировать всю сферу управления долгом. В правовом регулировании нуждается также порядок применения операции реструктуризации, обмена долговых обязательств на инвестиции, свопов, а также конверсии и консолидации займов. В большей согласованности нуждается политика управления активными и пассивными долгами.

В действующем законодательстве также отсутствует система ответственности за эффективность принимаемых решений при осуществлении государственной политики заимствований и управления государственным долгом.

Необходимым является четкое определение в законодательстве процедур и механизмов взаимодействия и координации, функций и сопряженной с ними ответственности, а также обмена информацией между государственными органами, осуществляющими валютную, денежно-кредитную, долговую и бюджетную политику. Необходимо придать большую четкость бюджет-

ным документам и этим снять имеющуюся в них правовую неопределенность.

Для совершенствования общей системы управления государственным долгом в нашей стране может быть полезен зарубежный *опыт создания единых долговых офисов*. Так, в Ирландии, Португалии, Швеции и Великобритании существуют специальные агентства по управлению национальным долгом, которые проводят также переговоры и аукционы по размещению государственных долговых ценных бумаг. Они подотчетны кабинету министров или министерству финансов<sup>7</sup>. Как показывают результаты проверок Счетной палаты<sup>8</sup> в России, учет долговых обязательств в значительной степени разобщен, а единая база данных государственных долговых обязательств отсутствует.

Государственная книга внешнего долга Российской Федерации служит только для документальной регистрации соглашений по предоставляемым займам и не содержит данных об исполнении обязательств по соглашениям обеими сторонами (изменение объемов долговых обязательств и их погашение), а также о приостановлении или аннулировании соглашений.

Конечно, орган подобного рода существует и в России - это Департамент международных финансовых отношений, государственного долга и государственных финансовых активов Министерства финансов РФ. Тем не менее механизм координации мер и централизации управления государственным долгом все же еще требует доработки. По мнению автора, в будущем целесообразно сконцентрировать все мероприятия в данной сфере в единственном органе. Это поможет облегчить сам процесс и будет способствовать его качественному развитию.

Следующее важное направление совершенствования управления государственным долгом в нашей стране - *развитие системы анализа и оценки рисков*, связанных с долговой политикой.

В настоящее время размеры погашения и обслуживания долга в значительной степени зависят от материализации рисков, связанных со структурой государственного долга. Большое значение здесь имеет, прежде всего, валютный риск, обусловленный с тем, что учет доходов федерального бюджета осуществляется в рублях, а платежи по внешнему долгу производятся в иностранной валюте. Таким образом, государство подвергается значительному риску в связи с колебаниями валютных курсов. В настоящее время нет единой системы анализа рисков, связанных с управлением государственным долгом и осуществлением заимствований, что серьезно препятствует развитию активного управления и

реализации экономически и финансово обоснованной политики в этой области.

При рассмотрении данного вопроса полезно обратиться к методологическим разработкам МВФ. В "Наставлениях по управлению государственным долгом" приводится достаточно подробная классификация рисков, сопряженных с этим процессом<sup>9</sup>. Отметим важнейшие из них, развитие системы оценки которых также будет способствовать совершенствованию управления государственным долгом в РФ:

**рыночный риск.** Риски, связанные с изменениями рыночных цен, например, процентных ставок, цен сырьевых товаров, стоимости обслуживания госдолга. Независимо от того, в какой валюте - национальной или иностранной - выражен долг, изменения процентных ставок сказываются на стоимости обслуживания задолженности по новым выпускам при рефинансировании задолженности по фиксированной ставке и при пересмотре ставок по задолженности по плавающей ставке;

**риск пролонгации.** Риск того, что задолженность придется пролонгировать по необычно высокой цене или же, в крайних случаях, вообще невозможно будет пролонгировать. Управление этим риском имеет особо важное значение для стран с формирующимся рынком;

**кредитный риск.** Риск невыполнения обязательств заемщиками по ссудам и иным финансовым активам или контрагентами по финансовым контрактам. Этот риск особенно характерен для случаев, когда в сферу управления долгом входит управление ликвидными активами. Кроме того, он может быть актуален для процесса принятия заявок на аукционах ценных бумаг, выпускаемых правительством, а также для случаев условных обязательств или производных контрактов, заключаемых управляющим долгом;

**операционный риск.** Этот риск охватывает ряд различных разновидностей риска, включая операционные ошибки на различных этапах проведения или регистрации операций; недостатки или сбои в механизмах внутреннего контроля или в системах и службах; риск репутации; юридический риск; нарушение профессиональной тайны или стихийные бедствия, воздействующие на деловую деятельность.

По мнению автора, развитие системы оценки рисков, связанных с привлечением заемных средств и их обслуживанием, является одним из основных залогов успешного развития системы управления государственным долгом в нашей стране. Экономические трудности и мировые кризисы могут оказать воздействие на внешнюю задолженность страны и сделать уязвимой стра-

тегию государственного долга, что, в свою очередь, может отразиться на состоянии всей экономики и серьезно подорвать финансовые позиции Российской Федерации.

<sup>1</sup> Было подписано 19 июля 2002 г. в Ереване.

<sup>2</sup> По материалам РИА “Новости”. URL: <http://www.rian.ru/economy/20030801/414696.html>.

<sup>3</sup> Asset-backed securities.

<sup>4</sup> Такого рода размещения были проведены в Коста-Рике в 1985 г., Гватемале в 1989 г., Нигерии в 1987 г., в Панаме в 1993 г.

<sup>5</sup> При условии, что операция по выкупу не оказывает существенного влияния на резервы страны и не заставляет должника испытывать трудности в обслуживании задолженности перед другими кредиторами.

<sup>6</sup> Полномочия Правительства Российской Федерации по вопросам управления государственным долгом были определены федеральным конституционным законом от 17 декабря 1997 г. □ 2-ФКЗ “О Правительстве Российской Федерации”.

<sup>7</sup> Шаповалов А. Жить займы выгодно, если уметь управлять долгом // Коммерсантъ. 2003. 8 сент.

<sup>8</sup> “Аналитическая записка по вопросам формирования и использования показателей, характеризующих состояние государственного внешнего долга Российской Федерации” за подписью аудитора Счетной палаты Российской Федерации Н.И. Табачкова.

<sup>9</sup> “Наставления по управлению государственным долгом”, подготовленные МВФ совместно с Всемирным банком. 2001. 21 марта.

*Поступила в редакцию 06.02.2011 г.*