



Нова Україна
інститут стратегічних досліджень

Державний борг України: оцінка ризиків загострення ситуації до кінця 2015 р.



КИЇВ 2015
07/10

Зміст

Вступ	3
I. Передісторія боргової кризи в Україні	4
II. Борги України на поточному етапі	5
III. Події в Україні та котирування українських євробондів на зовнішніх площадках.....	7
IV. Календар виплат за зовнішніми та внутрішніми боргами України.....	8
V. Реструктуризація зовнішнього боргу.....	9
Попередні умови угоди про реструктуризацію боргів.....	9
Поточний стан угоди про реструктуризацію та ризики.....	11

Вступ

- Станом на вересень 2015 р. величина державного боргу досягла критичного рівня у 90% ВВП. Це стало наслідком декількох факторів: значного накопиченого боргу, що продовжує зростати, глибокого спаду ВВП, девальвації гривні, що спричинило курсову переоцінку валютної складової боргу. У результаті, уряд виявився неспроможним обслуговувати борги за рахунок державного бюджету, що обумовило об'єктивну необхідність у реструктуризації. Крім того, це вимога програми МВФ “Механізм розширеного фінансування” (боргова реструктуризація включена як складовий елемент програми).

- Враховуючи календар боргових виплат (який був складений до проведення реструктуризації), найбільш напруженим для системи державних фінансів мав би бути місяць грудень (2015 р.), коли виплати за євробондами мали скласти приблизно 65 млрд. грн. Всього виплати України, пов'язані з обслуговуванням державного боргу, у 2015 р. повинні були сягнути 20% ВВП (підрозрахунки МВФ).

- Україна попередньо погодила умови реструктуризації боргу та ухвалила необхідне законодавство. З 23 вересня 2015 р. Україна припинила виплату платежів за євробондами (500 млн.дол.). Проте така реструктуризація, ймовірно, не спричинить значну макроекономічну дестабілізацію. Оскільки в Україні вже фактично відбулися всі процеси, які, як правило, супроводжують дефолт – значна девальвація, відтік капіталу та закриття зовнішніх ринків запозичень.

- Уряд запровадив низку заходів для стабілізації ситуації. Зокрема, фінансова підтримка з боку міжнародних фінансових організацій та країн-партнерів, підтримка МВФ у переговорах з основними кредиторами, досягнення попередньої домовленості з основними кредиторами щодо реструктуризації зобов'язань.

- Угода про реструктуризацію передбачає списання Україні 20% основної суми боргу та пролонгацію виплат по боргах, що залишились, на 4 роки. Це зменшить навантаження на державну фінансову систему, допоможе стабілізувати валютний ринок, банківський сектор, а також інфляційні очікування тощо.

- Разом з тим **в державі зберігаються деякі загрози для належного завершення процесу реструктуризації і державних фінансів в цілому.** Все ще не проведено остаточне оформлення угоди, що включає голосування кредиторів за всіма випусками євробондів та перевипуск цінних паперів тощо (очікується у жовтні-листопаді 2015 р). На сьогодні сформувався пул кредиторів (переважно власники «коротких» бондів), які не погоджуються з умовами реструктуризації і вимагають їхнього перегляду (однак їхній вплив є обмеженим, оскільки вони є дрібними кредиторами). Частина з них вже визнали дефолт України і намагаються отримати страхові відшкодування за непогашеними євробондами. Також не виключені судові позови до України з боку інших кредиторів. Щоб зменшити тиск незадоволених компаній, Мінфін передбачив в угоді умову про виключення можливості крос-дефолту на випадок, якщо не зможуть домовитися з окремими власниками та перевипустити нові бонди.

- Іншим ризиком є **позиція Росії**, яка не має наміру погоджуватися з умовами реструктуризації (щодо боргу у 3 млрд дол.США, який Україна має виплатити 25 грудня 2015 р.). У цьому питанні Україна залежить від позиції МВФ, який має визначити статус боргу перед РФ - комерційний або державний. У випадку, якщо борг буде визнаний комерційним, невиклоти по ньому ймовірно призведуть до судового позову з боку РФ до України. У випадку, якщо МВФ визнає борг державним, то Україна має або виплатити його або домовитися про реструктуризацію з РФ, невиклота такого боргу може негативно вплинути на співпрацю з МВФ.

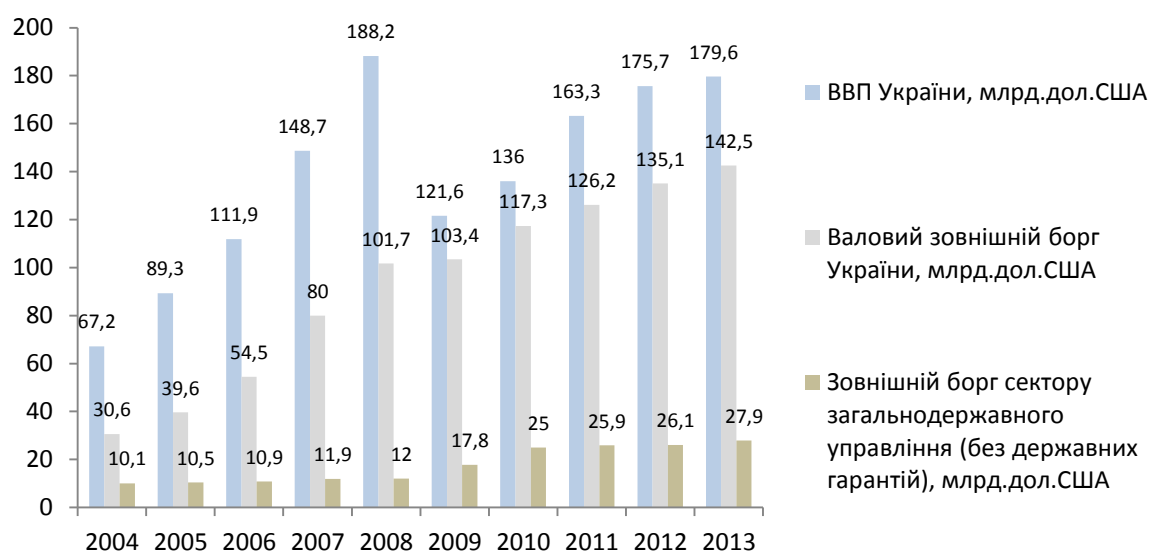
- Загалом, за нашими оцінками, **малоймовірним є серйозне загострення ситуації до кінця 2015 р.** Серед чинників, що сприятимуть зниженню напруги на фінансових ринках – готовність близько 75% кредиторів до реструктуризації, а також підтримка з боку МВФ (експертна, політична та фінансова). Серед негативних факторів, що є наслідком боргової

кризи – гальмування податкової реформи, пригнічення економічної та інвестиційної активності, соціальні проблеми.

I. Передісторія боргової кризи в Україні

Борговий «зашморг» в економіці України явище досить нове. Звісно, на передодні глобальної фінансової кризи 2008 р. в економіці України спостерігались досить високі темпи нарощення валового боргу, але: по-перше, це стосувалось в основному не державних економічних суб'єктів, а по-друге, темпи зростання ВВП країни давали можливість говорити про відсутність у короткостроковій перспективі ризиків критичної акумуляції боргів (див. мал. 1).

Рис 1. ВВП, валовий зовнішній борг та борг сектору загальнодержавного управління України, млрд.дол.США.



Джерело: Мінфін України, МВФ

З настанням фінансової кризи у 2008 р. ситуація у сфері державних фінансів почала різко змінюватися, в результаті падіння ВВП у 2009 р. доходи державного бюджету почали знижуватися в той же час, витрати зафіксовані на певному рівні потребували дій Уряду спрямованих на покращення фінансового забезпечення державного сектору. Період кризи 2008-2009 рр. фактично співпав з початком президентської передвиборчої компанії, що також мало вплив на динаміку зростання державного боргу, оскільки уряд проводив досить популістичну політику та не збирався зменшувати витрати державного бюджету в умовах різкого скорочення доходів. В результаті чого у період 2008-2010 рр. борг сектору загальнодержавного управління практично збільшився удвічі - з 12 млрд. дол.США до 25 млрд.дол.США. Основою росту зовнішнього державного боргу було залучення кредитів від МВФ. Нагадаємо, що у листопаді 2008 р. МВФ погодив рішення щодо виділення Україні стабілізаційного кредиту на суму 16,43 млрд.дол.США, але уряд у 2008-2009 рр. фактично отримав всього 12 млрд.дол.США.

Що стосується валового зовнішнього боргу, то як видно з рисунку 1, його зростання в абсолютному вимірі у 2008-2009 рр. почало знижуватися, але в результаті різкого падіння ВВП значення цього боргу для економіки країни суттєво зросло і ускладнило завдання уряду щодо збереження макроекономічної рівноваги у середньостроковій перспективі.

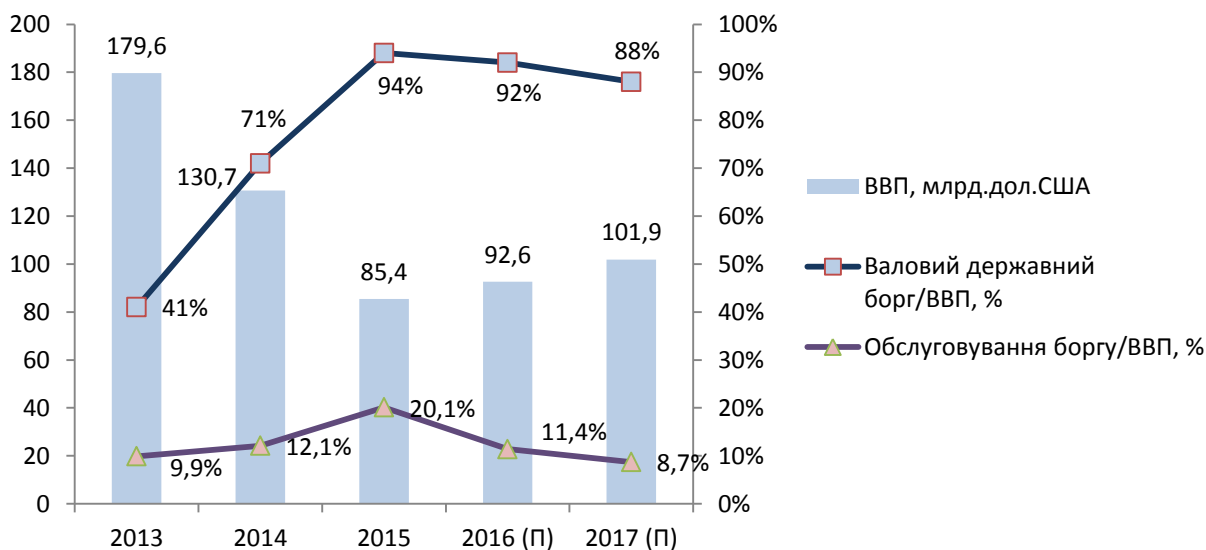
Фактично цей період можна назвати початком «дефолтної» політики Уряду України, яка була продовжена протягом 2010-2013 рр. Зокрема, в цей період Уряд

здійснював запозичення від міжнародних організацій (МВФ, ЄБРР) та активно виходив на зовнішні ринки капіталу через розміщення євробондів.

II. Борги України на поточному етапі

Нова фаза боргового перевантаження пов'язана з розгортанням гібридної війни з боку РФ по відношенню до України. Анексія Криму, окупація східних територій України, торговельні війни тощо, мали значні негативні наслідки для економіки України. Зокрема, прогнозне зниження ВВП країни у період 2014-2015 рр. сягне майже двократного значення з 179,6 млрд.дол.США (2013 р.) до 85,4 млрд.дол.США (2015 р.) - див. рис.2.

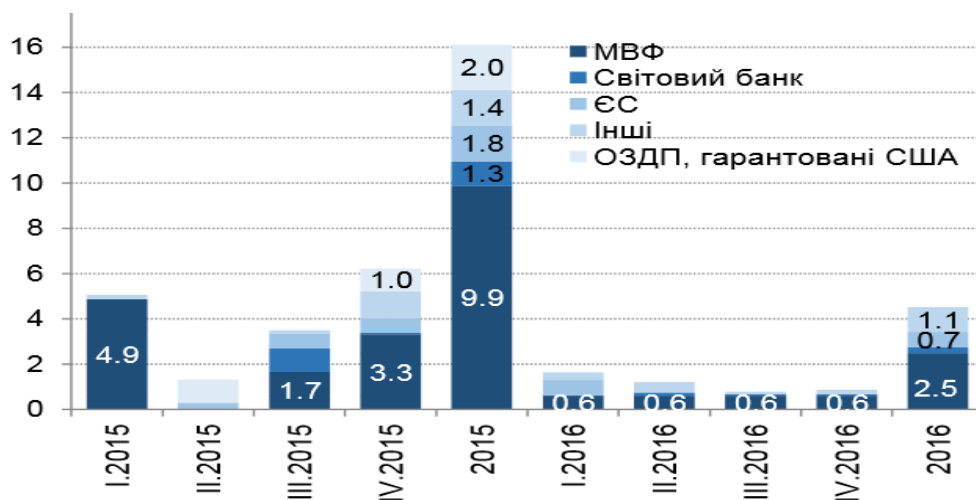
Рисунок 2. ВВП та валовий державний борг України у 2013-2017 рр., млрд.дол.США



Джерело: МВФ

Разом з тим валовий державний борг до ВВП збільшився з 41% ВВП у 2013 р. до 94% у 2015 р. (прогнозне значення). Звісно, основним фактором зростання боргового навантаження на ВВП країни виступило фактичне скорочення ВВП. Оскільки зовнішні ринки капіталу на поточному етапі є закритими для України, основними джерелами отримання кредитних валютних надходжень є залучення фінансових ресурсів від МВФ, Світового банку, ЄБРР та деяких інших структур (див.рис.3).

Рисунок 3. Залучення фінансування від міжнародних організацій та інших країн у 2015-2016 рр.

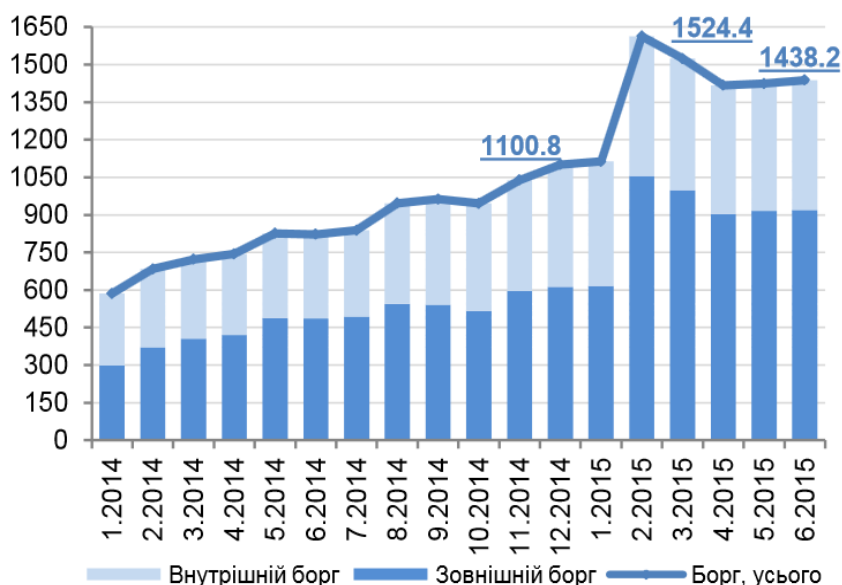


Джерело: НБУ, МВФ.

Падіння ВВП мало вплив й на вартість обслуговування боргу, яка подвоїлася з 2013 р. до 2015 р. і за результатами цього року досягне 20% ВВП країни.

Одночасно з падінням ВВП України та девальвацією національної валюти зазнала суттєвих змін структура державного боргу, виражена у гривні (див.рис.4).

Рисунок 4. Структура державного та гарантованого боргу (млрд.грн.)



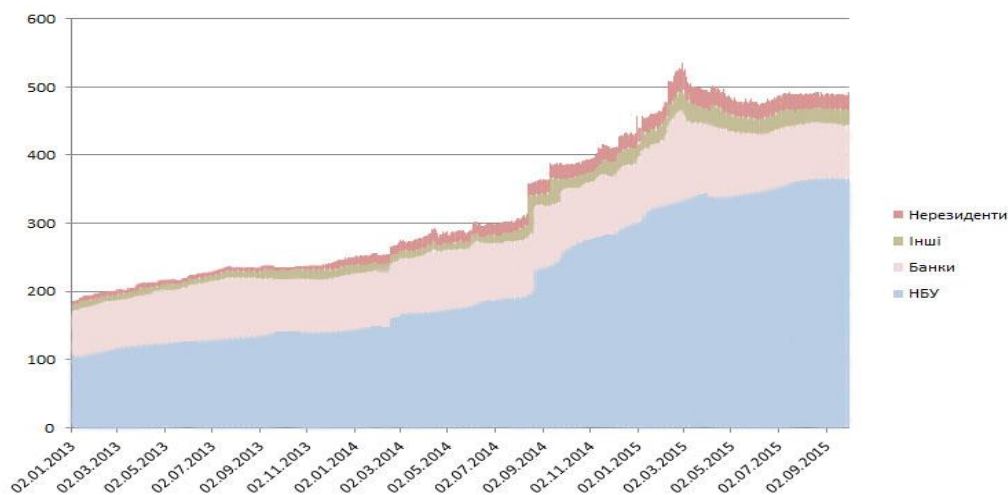
Джерело: НБУ

Тобто, якщо на початку 2014 р. відношення державного зовнішнього і внутрішнього боргу на рівні 50/50, то вже на початку 2015 р. частка зовнішнього боргу суттєво зросла. Крім курсової переоцінки зростання зовнішнього боргу відбулося внаслідок зовнішніх запозичень (як було відзначено вище, в першу чергу запозичень від міжнародних організацій).

У 2015 році Україна мала б сплатити 238,819 млрд гривень за всіма видами державних запозичень, з них в серпні-грудні — 103,52 млрд гривень. При цьому джерелом обслуговування боргу значною мірою є нові запозичення, які лише погіршують фінансовий стан держави.

Основою внутрішнього боргу є облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), які емітує Міністерство фінансів України. У другій половині 2014 р. та на початку 2015 р. спостерігалось динамічне нарощення емісії ОВДП (див.рис.5).

Рисунок 5. Динаміка ОВДП, що знаходиться в обігу (млрд.грн.)



Джерело: НБУ

І особливо цікавим є факт, що саме НБУ був основним покупцем емітованих у 2014-2015 рр. ОВДП. Це пояснюється тим, що в контексті різкого спаду в економіці у Уряді виник глибокий дефіцит фінансових ресурсів і з метою покриття витрат Державного бюджету Уряд залучав емітовані НБУ гривневі ресурси. Саме така монетарна політика сприяла продовженню девальвації гривні до долару США у кінці 2014 р. та на початку 2015 р. (з 12 грн./дол.США до 22 грн./дол.США). У подальшому для зняття монетарного тиску на гривню Урядом було запроваджено бюджетну децентралізацію, в результаті якої Уряд зменшив свої витрати на регіональному рівні.

Державний зовнішній борг України складається з кредитів МВФ та інших інститутів, євробондів, емітованих на центральному та місцевому рівнях, а також з зобов'язань країни по зовнішнім гарантіям (див. табл.1).

Табл.1. Зовнішній прямий та гарантований борг України станом на кінець 2014 р.

	млрд.грн.	млрд.дол.США	Частка (зовн.боргу)
Зовнішній борг	621	39,4	100%
Прямий борг	495	31,4	80%
Борги перед міжнародними організаціями (МВФ, Світовий банк, ЄБРР, тощо)	171	10,8	27%
Борги перед іншими країнами	43	2,7	7%
Суверенні євробонди	273	17,3	44%
Євробонди м. Києва	9	0,6	2%
Гарантований борг	126	8	20%
кредити МВФ для НБУ	34	2,2	6%
Євробонди	29	1,8	5%
Комерційні кредити	52	3,3	8%

Джерело: МВФ

У структурі зовнішнього державного боргу домінують зобов'язання по суверенним євробондам, на реструктуризацію яких Уряд дуже розраховував останнім часом.

В результаті реструктуризації зовнішніх боргів, анонсованої Урядом, структура зовнішнього боргу дещо зміниться, очікується, що частка суверенних євробондів дещо знизиться, однак на сьогодні Мінфіна України не надав повної інформації щодо остаточних результатів реструктуризації зовнішніх боргів.

III. Події в Україні та котирування українських євробондів на зовнішніх площадках

Політична криза в Україні 2014 рр., а пізніше початок бойових дій на Сході України викликали суттєве погіршення умов на зовнішніх ринках капіталів. Міжнародні рейтингові агентства кілька разів переглядали суверенні рейтинги України. Так, наприклад, у 2013 р. довгостроковий рейтинг дефолту України за шкалою Fitch був на рівні "В" (суттєво недостатній рівень кредитоспроможності), а у вересні 2015 р. був вже на рівні "С" (дефолт неминучий), що на три щабля нижче попереднього рівня. Звісно, серед інвесторів зростала напруга щодо перспектив виконання зовнішніх зобов'язань Україною, що відобразилось на котируваннях євробондів на зовнішніх майданчиках (див.рис.6).

Рисунок 6. Котирування євробондів України з погашенням у 2017 р. на франкфуртській біржі (у % від номіналу).



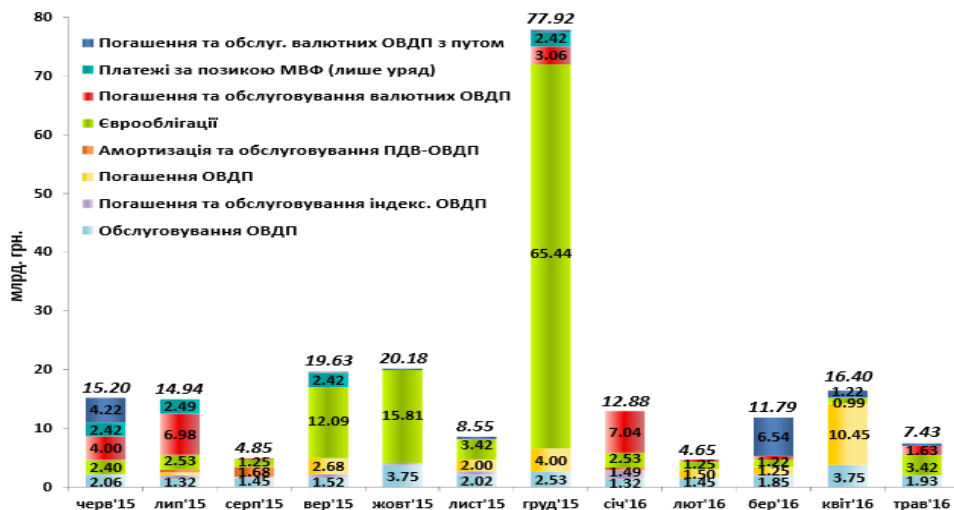
Джерело: розроблено авторами на основі матеріалів франкфуртської фондової біржі

Як видно з малюнку 5, у періоди загострення політичної та воєнної ситуації в Україні українські євробонди розпродавалися і котирувалися з дисконтом, що перевищував 60% від номінальної вартості облігацій. З початком переговорного процесу між Мінфіном та клубом кредиторів довіра до українських цінних паперів почала відновлюватися.

IV. Календар виплат за зовнішніми та внутрішніми боргами України

Представлений нижче календар виплат за зовнішніми і внутрішніми боргами, розроблений на основі зобов'язань України, які впливають із перспектив емісії боргових паперів (див. рис.7).

Рисунок 7. Календар виплат за зовнішніми та внутрішніми боргами України (станом на липень 2015 р.).



V. Реструктуризація зовнішнього боргу

Україна почала переговори щодо реструктуризації зовнішнього боргу в березні 2015 р, одразу після того, як отримала перший транш за програмою розширеного фінансування МВФ. Наприкінці травня Верховна Рада ухвалила закон, який надає право уряду запроваджувати тимчасовий мораторій на виплату комерційних боргів. Київ пропонував кредиторам відтермінувати виплати й списати суттєву частину боргу (за повідомленнями ЗМІ, до 40-50%). Кредитори заявляли, що погоджуються на відтермінування виплат і зниження платежів за купонами, але проти списання частини основної суми боргу.

27 серпня 2015 року Україна та Спеціальний комітет кредиторів, до якого входять основні кредитори України (які володіли бондами України на суму **\$9 млрд**):

- Franklin Advisors Inc.,
- BTG Pactual Europe LLP,
- TCW Investment Management Company
- T.Rowe Price Associates Inc.,

домовилися про попередні умови щодо реструктуризації 14 державних та гарантованих державою єврооблігацій із загальною основною сумою приблизно **18 млрд. дол. США**.

Попередні умови угоди про реструктуризацію боргів

Згідно з домовленістю з групою найбільших власників українських суверенних єврооблігацій¹:

- Україні **списують 20% основної суми боргу - 3,6 млрд. доларів США**. Це зменшує суверенний, гарантований та квазі-суверенний борг України, що знаходиться у приватних інвесторів, з \$19.3 млрд. до \$15.5 млрд.
- Обмін реструктуризованих облігацій на 9 нових серій, виплата основної суми боргу за якими відбудеться після періоду дії Механізму розширеного фінансування МВФ (2015-2018 рр.). Сплата за основною сумою відбуватиметься дев'ятьма рівними частинами з 2019 р. по 2027 р.
- **Пролонгація виплат за боргами, що залишилися** - подовжують термін усіх випусків єврооблігацій **на 4 роки** (з 2015 – 2023 рр. на 2019 – 2027 рр.).
- Натомість Україна буде сплачувати:
 - 1) вищу відсоткову ставку для 80% боргу, що залишився (**7,75% замість 7,2%** в середньому по поточним єврооблігаціям)
 - 2) випуск нового **Інструменту компенсації вартості** - тобто додатково до нових облігацій власники отримають спеціальні цінні папери, виплати за якими прив'язуються до показників зростання реального ВВП протягом 2021-2040 років.

Виплати за Інструментом компенсації вартості²:

Якщо зростання реального ВВП в будь-якому році **перевищить 3%**, а доларовий обсяг ВВП у цьому звітному році перевищить **125,4 млрд доларів**, то виплати здійснюються за наступною схемою:

1. Якщо зростання знаходиться в діапазоні між 3% і 4%, то виплати складуть **15% від різниці** фактичного зростання і порогу в 3% (наприклад, при зростанні ВВП 3,7%,

¹ Джерела: <http://voxukraine.org/2015/09/19/chy-varto-verhovniy-radi-holosuvatu-za-restructuryzatsiy-derzhborgy/> та http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=425474&cat_id=406607

² Там само.

перевищення складе 0,7 п.п., виплати будуть розраховуватися за формулою $0,7 * 0,15 = 0,105$ тобто трохи вище 0,1% ВВП).

2. Якщо зростання ВВП становить понад 4 відсотки, то до виплат, які розраховані по першому варіанту, додадуться **40% від перевищення** порогу в 4% (наприклад, якщо зростання ВВП складе 5,2%, перевищення буде 1,2 п.п., виплати складуть $0,15 + 1,2 * 0,4 = 0,63$ тобто трохи вище 0,6% ВВП).
3. Максимальний розмір виплат буде обмежений: у 2021-2025 роках сума виплат не може **перевищувати 1% ВВП** (але лише до 2025 року).
4. Виплати проводяться у доларах США не раніше **січня наступного року після звітного** (коли буде опублікована остаточна статистика з темпів зростання ВВП).

Експерти вказують на такі основні наслідки угоди для України:

Позитивні:

- Добровільна реструктуризація зменшить значні макроекономічні ризики.
- Реструктуризація зовнішнього боргу – одна з **рекомендацій програми розширеного фінансування МВФ**. Тому Угода про реструктуризацію - це можливість для наступного траншу від МВФ.
- Україна отримала **відстрочку на виплату тіла боргу** до 2019 р. Це допоможе стабілізувати валютний ринок і банківський сектор, а також інфляційні очікування і бізнес-очікування фірм і споживачів. Економіка отримає значні додаткові ресурси в умовах важкої кризи і зможе відновити зростання.

Проблематичні:

- **Недостатній відсоток списання.** Від початку Україна пропонувала вдвічі більше списання – 40% боргу (Греція свого часу отримала списання 52%).
- На відміну від Греції Україна **не домоглася зниження відсоткових ставок**, навпаки вони незначно зросли (до 7,75% на рік). Греція платить 2,5% за своїми боргами, Україна – 2,1% під гарантії уряду США і близько 3% за кредитами МВФ.
- **Поріг, за якого Україна виплачує кредиторам додаткові суми, є досить низьким.** Україна взяла на себе зобов'язання протягом 20 років виплачувати кредиторам додаткові суми, якщо економіка зростатиме більше 3% на рік і якщо розмір економіки (річний ВВП) перевищить \$125 млрд. Тобто платежі запускаються, коли економіка ще не вийде на докризовий рівень 2013-2014 р. (тоді ВВП становив \$180 млрд та \$130 млрд. відповідно). Крім того, показник зростання ВВП у 3% - цілком досяжний протягом кількох наступних років. За підрахунками експертів VoxUkraine, залежно від різних сценаріїв розвитку економіки України (сценаріїв зростання і падіння економіки), вартість виплат за Інструментом компенсації вартості може або перевищити суму списання боргу (\$3,6 млрд), або не досягнути цієї суми³.
- **Невирішеним залишається питання боргу перед Росією у 3 млрд дол.США**, який Україна має виплатити 25 грудня 2015 р. Цей борг оформлений у євробондах, а відтак, Україна розглядає його як приватний борг, оскільки ці папери міг придбати будь-який інвестор, також Росія могла продати їх. Тому Україна пропонує, щоб російські євробонди також були включені у перелік зобов'язань, що підлягають реструктуризації. Однак Росія оголосила, що відмовиться брати участь у реструктуризації. Україна наполягає, що Росія "не отримає кращих умов погашення цього боргу, ніж інші кредитори". **Механізмів вирішення питання з російськими євробондами в угоді щодо реструктуризації немає.**

³ Див. <http://voxukraine.org/2015/09/19/chy-varto-verhovniy-radi-holosuvatu-za-restructuryzatsiy-derzhborgy/>

Поточний стан угоди про реструктуризацію та ризики

Параметри угоди були затверджені Верховною Радою України у вересні. Остаточне оформлення угоди (перевипуск цінних паперів тощо) повинно відбутися протягом **вересня – листопада 2015 р.** У вересні 2015 р. Кабінет міністрів оголосив про **початок процедури реструктуризації держборгу** і його часткового списання, в рамках якої доручив з 23 вересня тимчасово призупинити здійснення платежів з погашення та обслуговування державного та гарантованого державою боргу. **22 вересня 2015 р.** КМУ видав розпорядження, яке передбачає перелік зовнішніх боргових зобов'язань, щодо яких запроваджується тимчасове зупинення здійснення платежів. До списку увійшло 11 випусків облігацій зовнішньої державної позики (випуск облігацій, викуплений РФ у 2013 р., до цього списку не ввійшов). Також це розпорядження передбачає обмін «старих» облігацій на нові. Тобто платежі за євробондами, що повинні були виплачені 23 вересня 2015 р. (500 млн дол.), вже не здійснювалися.

14 жовтня 2015 р. Україна проведе в Лондоні збори власників усіх 11 випусків єврооблігацій України і 3 випусків гарантованих державою єврооблігацій ДП "Фінінпро", що входять в периметр реструктуризації. За умови, якщо 14 жовтня 2015 року пропозиція обміну буде схвалена на зборах достатньою кількістю голосів кредиторів, обмін старих облігацій на нові облігації та державні деривативи має відбутися до 27 жовтня 2015 року. Зокрема, заплановані також збори з утримувачами облігацій на 3 млрд доларів з погашенням 25 грудня 2015 р, викуплених Фондом національного добробуту Росії у кінці 2013 року. У разі відсутності кворуму повторні збори повинні відбутися не раніше, ніж через 14 днів, але не пізніше 42 днів.

Ризики для України, що пов'язані з реструктуризацією:

- Щоб обмін старого боргу на новий відбувся, **на зборах власників** позитивно мають проголосувати **75% власників по кожному з 14 випусків облігацій окремо**. Кворум — дві третини всіх власників, а рішення ухвалюється трьома чвертями. Щоб не прийняти рішення, відповідно, треба зібрати власників чверті випуску будь-яких облігацій. На сьогодні точно невідомо, який відсоток кредиторів вже погодився і готовий проголосувати за умови угоди.
- Агентство Bloomberg повідомило, що серед власників українських євробондів з'явився **пул кредиторів, які не погоджуються з умовами реструктуризації і вимагають їх перегляду**. Це в принципі створює ризики для ще незавершеної угоди про реструктуризацію. Оскільки умови реструктуризації для всіх кредиторів повинні бути рівними, незадоволеними, в першу чергу, є власники короткострокових паперів, термін погашення яких настає вже у 2015-2016 рр. - для них відстрочка може перевищити вісім років, тоді як для інших кредиторів вона може становити лише півроку. Зокрема, серед представників пулу незадоволених згадується **хедж-фонд Aurelius Capital Management**. Відомо, що цей хедж-фонд у 2013-2014 рр. брав активну участь у діях, направлених на витребування повної сплати боргу Аргентиною після суверенного дефолту країни у 2010 р., в результаті чого Аргентина пережила ще один дефолт. Хедж-фонд вдався до судової тяганини, за результатами якої суд США заблокував перерахування грошей іншим кредиторам Буенос-Айреса до тих пір, поки Аргентина не виплатила борги фонду. За ініціативою Aurelius Capital, до деяких державних активів Аргентини застосовувався арешт⁴. Крім того, Росія також звертається до цих кредиторів з пропозицією не голосувати за умови угоди 14 жовтня 2015 р. Однак незадоволені кредитори вважаються дрібними і не входять до складу Комітету кредиторів. Остаточне рішення про реструктуризацію кожного випуску буде залежати від обсягів, якими володіють незадоволені компанії, у відсотках до загального обсягу випуску.

⁴ <http://versii.com/news/334864/print>

- **Відсутнє остаточне рішення щодо статусу платежу, який має бути здійснений РФ у грудні 2015 р. у обсязі 3 млрд.дол.США.** Значним ризиком для Києва є переривання фінансової допомоги від МВФ та інших міжнародних кредиторів. За поточними правилами фонд не може кредитувати країни, що перебувають в дефолті. Якщо Україна не погасить борг РФ в \$3 млрд, МВФ буде змушений дати своє трактування цього боргу - чи є він державною чи комерційною позицією. Якщо буде визнано, що це державна позиція - Київ буде зобов'язаний здійснити виплату, щоб не переривати фінансування МВФ. Якщо комерційна - Росії для стягнення коштів буде потрібне звернення до суду. Розгляд справи у суді може надовго загальмувати повернення України на борговий ринок.
- За попередніми умовами, які оприлюднив Мінфін, дефолт за паперами, які не зможуть перевипустити (не зможуть домовитися з власниками бондів), не буде являти собою перехресного дефолту щодо нових паперів. Таким чином, власники випуску, які не погодилися на запропоновані умови (наприклад, РФ, інші кредитори) та Україна вирішуватимуть питання реструктуризації по цих боргах окремо — або шляхом переговорів або через судові справи⁵.

⁵ http://gazeta.dt.ua/finances/palici-v-kolesah-restrukturizaciyi-_.html