

Посполітак Володимир Володимирович,
завідувач кафедри гуманітарного розвитку
приватного вищого навчального закладу
«Міжнародний інститут менеджменту (МІМ-Київ)»,
кандидат юридичних наук, доцент,
доцент кафедри приватного права
Національного університету «Кієво-Могилянська академія»

ІНСТРУМЕНТИ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ В ПРАВІ УКРАЇНИ

Анотація. Проблеми покриття дефіциту бюджету і касових розривів при його виконанні вирішують різними способами, зокрема і шляхом використання таких інструментів ринку капіталу, як державні цінні папери. Водночас залучення боргового капіталу в бюджет за допомогою державних цінних паперів збільшує обсяг державного боргу загалом і суверенного державного боргу зокрема. Під час виконання державного бюджету державний борг може сягати такого рівня, коли виконання зобов'язань за державними цінними паперами з державного бюджету стає неможливим або надзвичайно обтяжливим. У таких ситуаціях виникає потреба в інструментах реструктуризації державного боргу. Ідентифікації та характеристики цих інструментів присвячено тези.

58

Система державних фінансів кожної держави має набір фінансових інструментів, необхідних для залучення грошових коштів у фінансування видаткових потреб. Бюджет формують щороку з певним розрахованим обсягом дефіциту. Кожна держава, передусім, із фінансового погляду, ставить на меті поступове збільшення розміру внутрішнього валового продукту (ВВП). Така фінансова політика має бути запорукою розвитку економіки країни та підвищення добробуту її населення. Через складні механізми фінансів цей масив ВВП у грошовому еквіваленті фактич-

но повертається населенню у вигляді благ та підвищення рівня його життя. Саме цей прогнозований ріст ВВП і закладений у бюджеті через інститут дефіциту бюджету¹.

Для вирішення проблем залучення грошових коштів до державного бюджету та обслуговування державного боргу, зокрема (1) покриття дефіциту бюджету та (2) заповнення касових розривів бюджету цілком до 2015 року, вистачало (1) державних облігацій України – облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), у тому числі цільових облігацій, а також облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) та (2) казначейських зобов'язань України.

ОВДП. Відповідно до частини 3 статті 16 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»², ОВДП України – це цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішніх ринках капіталу і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих ОВДП їхньої номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій. Номінальна вартість ОВДП може бути визначена в іноземній валюті. Основним завданням ОВДП є покриття дефіциту державного бюджету. Різновидом ОВДП є цільові ОВДП, емісія яких є джерелом фінансування державних або регіональних програм в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік.

ОЗДП. Відповідно до частини 4 статті 16 згаданого Закону, ОЗДП – державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих об-

¹ Бондаренко І. М. Проблемні питання фінансування бюджету. Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Серія «ПРАВО». 2016. Вип. 22. С. 96–99.

² Про ринки капіталу та організовані товарні ринки. Закон України № 3480-IV від 26.02.2006 р. Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#n2124> (дата звернення: 03.03.2025).

лігацій їхню номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облигацій.

Казначейські зобов'язання України. Відповідно до частини першої статті 20 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», казначейське зобов'язання України — це державний цінний папір, що розміщується виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб та посвідчує факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України, надає власнику право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України. Номінальна вартість казначейських зобов'язань України може бути визначена у національній або іноземній валюті.

60

Обсяг емісії державних цінних паперів у сукупності не може перевищувати граничного розміру державного боргу та обсягу пов'язаних з обслуговуванням державного боргу видатків, визначених законом про Державний бюджет України на відповідний рік. Емісія державних цінних паперів є частиною бюджетного процесу, а тому крім Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» регулюється Бюджетним кодексом України³ та законами України про Державний бюджет України на відповідний рік.

У разі необхідності реструктуризації державного боргу за кризових умов, коли надходження до державного бюджету з різних джерел (в основному податків) не дають змоги покрити виплати за розміщеними державними цінними паперами, у тому числі надходження від емісії нових випусків державних цінних паперів, держава вдається до заміни розміщених раніше державних цінних паперів на державні цінні папери з пізнішими датами погашення

³ Бюджетний кодекс України. Закон України № 2456-VI від 08.07.2010 р. Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text> (дата звернення: 03.03.2025).

зобов'язань. Щоб така заміна здійснювалася в добровільному порядку, держава повинна запропонувати більш вигідні умови за новими випусками державних цінних паперів, ніж умови випусків державних цінних паперів, що підлягають обміну.

Четвертого вересня 2024 р. Україна оголосила про успішне завершення операції з реструктуризації боргу та проведення розрахунків за тринадцятьма серіями ОЗДП і гарантованими державою єврооблігаціями, випущеними Укравтодором⁴. Процес реструктуризації передбачав обмін тринадцяти серій ОЗДП і однієї серії гарантованих державою єврооблігацій Укравтодору на суму близько \$ 20,5 млрд (приблизно \$ 24 млрд з урахуванням процентів) на вісім нових серій ОЗДП із номінальною вартістю \$ 15,2 млрд⁵. У результаті цього обміну державний і гарантований державою борг України скорочено на близько \$ 9 млрд.

Нині, через припинення надання економічної та військової допомоги Україні з боку США, виникла потреба чергової реструктуризації тепер для ОВДП. Міністерство фінансів України спільно з НБУ 19 лютого 2025 р. успішно реалізувало перший аукціон з обміну ОВДП (switch-аукціон) із використанням нової функції платформи Bloomberg. У межах аукціону інвесторам запропонували обміняти короткострокові ОВДП з погашенням 26 лютого 2025 р. на нові ОВДП з терміном обігу 691 день (до 13 січня 2027 р.). Нові ОВДП передбачають чотири виплати процентів і забезпечують додатковий дохід інвесторам через справедливую вартість обміну на рівні 107,722 % номіналу⁶.

61

⁴ Settlement Announcement. URL: <https://www.londonstockexchange.com/news-article/PYP2/settlement-announcement/16647706>.

⁵ Боргова політика. ОЗДП. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ozdp> (дата звернення: 03.03.2025).

⁶ Прес-центр. Новини та Анонси. Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/minfin_ta_natsbank_

Випадків реструктуризації казначейських зобов'язань України не було. Це пов'язано зі специфікою таких цінних паперів (за суб'єктивним складом і за їхніми обсягами у структурі запозичень).

Вище наведено приклади використання ОВДП та ОЗДП для реструктуризації державного боргу у кризових ситуаціях. Коли ж мова зайшла про катастрофічну ситуацію з державними фінансами у 2015 р., в Україні виникла потреба у запровадженні спеціального фінансового інструменту – державних деривативів.

До цієї катастрофічної ситуації Україна наблизилася на початку 2014 р., і це було пов'язане зі зміною влади під час Революції Гідності. Структура зовнішнього боргу України станом на 2009 рік була така: (1) загальний розмір зовнішнього боргу – \$ 105,4 млрд (56,4 % ВВП) ⁷. За 2012 рік зовнішній борг України виріс на \$ 8,81 млрд, або на 7 %, і досяг \$ 135,05 млрд ⁸. На кінець першого півріччя 2013 р. валовий зовнішній борг України становив уже \$ 134,4 млрд (75,7 % ВВП) ⁹. У серпні 2013 р. американський інвестиційний фонд Franklin Templeton придбав 20 % зовнішнього боргу України ¹⁰. Сукупний зовнішній борг України на кінець 2013 р. досяг \$ 140 млрд (близько 80 % ВВП), у тому

62

ukraini_proveli_pershii_switch-auktsion_na_platformi_bloomberg-5040 (дата звернення: 03.03.2025).

⁷ Примітка: з цієї суми (1) державний борг – 14,2 млрд доларів США, (2) борг банківського сектора – 42,1 млрд доларів США, (3) борг інших секторів економіки – 49 млрд доларів США.

⁸ Закордонні позички України зросли на \$ 8,81 млрд – до \$ 135 млрд. URL: https://ipress.ua/news/zakordonni_pozychky_ukrainy_zrostayut_17439.html (дата звернення: 03.03.2025).

⁹ Зовнішній борг України на кінець першого півріччя 2013 року. URL: <https://web.archive.org/web/20150630084100/http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=71174> (дата звернення: 03.03.2025).

¹⁰ Американський інвестфонд купив 20 % зовнішнього боргу України. URL: <https://web.archive.org/web/20140215070421/http://www.theinsider.com.ua/business/52807df113b52/> (дата звернення: 03.03.2025).

числі короткостроковий — \$ 65 млрд, що більш ніж у чотири рази перевищував золотовалютний запас держави, який становив на той час лише \$ 15 млрд. За цими та попередніми кредитами у 2014 р. необхідно було здійснити платіж у \$ 14 млрд, при цьому на кінець 2013 р. ЗВР НБУ становили 18,8 млрд, валютна складова ЗВР на лютий 2014 — лише \$ 2,85 млрд. У державі на той час була практика збирання податків наперед, вибіркове повернення ПДВ і часткове блокування розрахунків через державну казначейську службу України.

Держава стояла на межі дефолту. З метою врегулювання питань зі створеним Комітетом кредиторів в Україні було запроваджено новий саме кризовий інструмент реструктуризації боргу — державний дериватив. Цим інструментом було спеціально доповнено Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» (попередня назва — «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»). Державний дериватив — це деривативний цінний папір, що розміщується державою на міжнародних ринках капіталу і підтверджує зобов'язання України відповідно до умов розміщення цього цінного папера здійснити виплати власнику цього цінного папера у разі досягнення певних показників ВВП України, а також здійснити інші виплати. Цей цінний папір віднесено до деривативних тому, що дохід за ним визначається відповідно до базового показника — розміру ВВП. Саме ВВП є базовим активом, відповідно до якого визначають дохідність. Інвестори мають інтерес в обміні своїх ОВЗП за умови, що вони вірять в Україну, в її економічне зростання, в її незалежність.

У 2015 році такий інструмент реструктуризації зовнішнього боргу спрацював. Будемо сподіватися, що теперішня ситуація не призведе до дефолту, настання якого залежить не тільки від стану економіки, а й від віри іноземних інвесторів у майбутній розвиток України.