



ПРАВОВОЙ РЕЖИМ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ДЕРИВАТИВОВ

Александра КОЛОГОЙДА,

кандидат юридических наук, доцент, доцент кафедры хозяйственного права
Киевского национального университета имени Тараса Шевченко

Summary

This article is devoted to the emissive relationships in the government securities market. The legal nature, conditions of issue, placement, circulation and redemption of state derivatives as a new kind of government securities are highlighted. The state derivative does not comply with a legal nature of the derivatives. It is a separate kind of the debt securities. The term «state derivative» is suggested to replace by the term «state certificate». The certificate as a kind of security provides the holders' right to share in the assets and not the obligation to repay the nominal value. It does not guarantee a profit.

Key words: securities, stock relations, state securities, stock market, emissive relationships, state derivatives.

Аннотация

В данной статье проанализированы эмиссионные отношения на рынке государственных ценных бумаг. Исследована правовая природа, условия выпуска, размещения, оборота и погашения нового вида государственных ценных бумаг – государственных деривативов. Государственный дериватив не соответствует правовой природе деривативов как производных финансовых инструментов и является отдельным видом долговых ценных бумаг. Высказано предложение о замене термина «государственный дериватив» термином «государственный сертификат». Сертификат как ценная бумага предусматривает право держателя на долю в активах, а не обязательство по погашению их номинальной стоимости, и не гарантирует получение дохода.

Ключевые слова: ценные бумаги, государственные ценные бумаги, фондовый рынок, эмиссионные отношения, государственные деривативы.

Постановка проблемы. В странах с развитой рыночной экономикой и цивилизованным рынком ценных бумаг государство является одним из самых активных эмитентов ценных бумаг. Государство выпускает ценные бумаги с целью привлечения средств для: финансирования текущего бюджетного дефицита, погашения ранее размещенных займов, обеспечения кассового исполнения государственного бюджета, выравнивания неравномерности поступления налоговых платежей, финансирования целевых программ, осуществляемых местными органами власти, поддержки социальных важных учреждений и организаций.

Актуальность темы исследования обусловлена тем, что в условиях «квазидефолтного» состояния экономики Украины остро стоит необходимость обеспечения независимости финансово-кредитной системы Украины. На эту цель направлено финансирование за счет эмиссии государственных ценных бумаг бюджетного дефицита и обеспечение погашения ранее размещенных государственных ценных бумаг.

Согласно ч. 2 ст. 2 Закона Украины от 23.02.2006 г. «О ценных бумагах и фондовом рынке» [1] государство в лице уполномоченных органов государственной власти вправе выступать эмитентом на фондовом рынке Украины, размещая от собственного имени

эмиссионные ценные бумаги и принимая на себя обязательства по ним перед их владельцами. На фондовом рынке Украины государство может выпускать такие ценные бумаги: а) государственные облигации Украины; б) казначейские обязательства Украины; в) финансовые казначейские векселя; г) государственные деривативы.

Состояние исследования. Особенности правового регулирования эмиссионных отношений, возникающих в сфере выпуска и обращения ценных бумаг, исследовали в своих работах А.А. Агарков, В.А. Белов, С.М. Бервено, В.И. Борисова, В.И. Вишневецкий, А.В. Габов, В.И. Гостюк, С.М. Грудницкая, Н.С. Кузнецова, Д.В. Ломакин, Ю.М. Мороз, Д.В. Мурзин, И.Р. Назарчук, И.В. Редькин, О.Ю. Синенко, Н.Г. Удальцова, В.Л. Яроцкий и др. Работы этих ученых послужили фундаментальной базой для дальнейшего исследования рассматриваемых вопросов с учетом особенностей эмиссии государственных ценных бумаг в целом и деривативов в частности согласно действующему законодательству Украины.

Целью данного исследования являются эмиссионные фондовые отношения, возникающие между государством, в лице уполномоченных им органов и учреждений, как эмитентом и инвесторами, в связи с эмиссией, размещением, учетом и погашением выпущенных государственных деривативов.

Система правовых норм, регулирующих эмиссионные фондовые правоотношения на рынке государственных ценных бумаг, составляет эмиссионное право. Автором исследован правовой режим государственных деривативов, являющихся одним из объектов эмиссионных правоотношений.

Метод, методология исследования. Методологической основой исследования стали общенаучные (диалектический, аналогии, анализа и синтеза) и специальные методы исследования (сравнительно-правовой, лингвистический, историко-правовой, формально-логический, системно-структурный и др.).

Изложение основного материала. Эмиссионные отношения в научной литературе признаны базовыми и возникают в отношении такого объекта, как ценная бумага, который можно рассматривать как главный системообразующий фактор, обеспечивающий интеграцию общественных отношений в единый предметный комплекс с точки зрения правового регулирования, и как предметную основу выделения правового института ценных бумаг в системе гражданского права [2, с. 5].

Эмиссионные отношения довольно разные и сложные по своему содержанию, что обусловлено многообразием видов ценных бумаг и структурой отношений по выпуску эмиссионных ценных бумаг. Эмиссионные правоотно-



ношения по выпуску государственных ценных бумаг с точки зрения их юридической природы являются финансовыми правоотношениями, поскольку эмиссия государственных ценных бумаг является частью бюджетного процесса – императивных правовых норм, регулирующих эмиссионные процессы, наличный и безналичный денежный оборот, и не подлежит регулированию Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку Украины (статьи 10, 11 Закона Украины от 23 февраля 2006 года «О ценных бумагах и фондовом рынке») [3, с. 3].

Однако объектом эмиссионных правоотношений большинство представителей науки финансового права определяют только наличные и безналичные денежные средства [4, с. 337, 367; 5, с. 99–117]. Для обозначения совокупности указанных правоотношений Ю.И. Фрейдина предлагает использовать термин «право денежного обращения» [6, с. 169]. На наш взгляд, объектом эмиссионных правоотношений, регулируемых эмиссионным правом, следует признать деньги в наличной и безналичной форме, а также эмиссионные ценные бумаги, выпускаемые государством и субъектами предпринимательской деятельности [7, с. 13].

Эмиссионные фондовые отношения с участием государства регулируются нормами Бюджетного кодекса Украины от 8 июля 2010 г. № 2456-VI [8], Налогового кодекса Украины от 2 декабря 2010 г. № 2755-VI [9], Закона Украины от 23 февраля 2006 г. № 3480-IV «О ценных бумагах и фондовом рынке», законами о государственном бюджете на соответствующий год.

17 сентября 2015 г. Верховной Радой Украины был принят Закон Украины № 701-VIII «О внесении изменений в Закон Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» [10] относительно государственных деривативов по реструктуризации государственного и гарантированного государством долга и его списания» (далее – Закон), которым дополнен Закон «О ценных бумагах и фондовом рынке», ст. 151, и предоставлен правовой режим ценной бумаги нового виду финансовых инструментов – государственному деривативу.

Указанные изменения были приняты в соответствии с Законом Украины от 19 мая 2015 г. № 436-VIII «Об осно-

венностях осуществления сделок с государственным, гарантированным государством долгом и местным долгом» [11] с целью выполнения платежных обязательств государства по государственным внешним заимствованиям, гарантированным государством долгом, путем их обмена (реструктуризации) и частичного погашения в соответствии с соглашением от 27 августа 2015 г. о реструктуризации государственного долга. Предварительные условия совершения в 2015 году сделок с государственным долгом по государственным внешним заимствованиям и гарантированным государством долгом были одобрены распоряжением Кабинета Министров Украины от 27 августа 2015 № 859-р «Некоторые вопросы совершения в 2015 году сделок с государственным долгом по государственным внешним заимствованиям и гарантированным государством долгом» [12]. Основные условия предложения обмена (изменения условий) по размещению государственных деривативов добавлены в распоряжение Кабинета Министров Украины от 22 сентября 2015 № 978-р «О начале процедуры реструктуризации государственного и гарантированного государством долга и его списания» [13].

Государственный дериватив определен Законом как ценная бумага, размещаемая государством на международных фондовых рынках, которая подтверждает обязательства Украины, в соответствии с условиями размещения этой ценной бумаги, осуществить выплаты владельцу данной ценной бумаги в случае достижения определенных показателей валового внутреннего продукта Украины, а также осуществить другие выплаты. Эмиссия государственных деривативов является частью бюджетного процесса и не подлежит регулированию Национальной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку. Решение о размещении государственных деривативов и условия их размещения принимается в соответствии с Бюджетным кодексом Украины и законами Украины.

На практике государственные деривативы получили название государственные деривативы на ВВП Украины или ВВП-варранты (VRI (Value Recovery Instrument) как финансовые инструменты, цена которых полностью

зависит от экономической ситуации в стране, а методика выплат привязана к динамике ВВП Украины с 2019 по 2038 годы. Управляющий партнер «Капитал Таймс» Эрик Найман указывает, что банки и частные инвесторы заинтересованы в торговле VRI (Value Recovery Instrument), учитывая текущие валютные ограничения, отсутствие новых размещений валютных государственных облигаций и дефицит ликвидных ценных бумаг на фондовом рынке Украины [14].

Государственные деривативы не подлежат досрочному выкупу, не имеют основной суммы, но те, которые будут предоставлены в расчетах по обмену, имеют условную сумму, равную соответствующей первичной номинальной сумме списанных облигаций. Условием погашения государственных деривативов определено достижение показателя валового внутреннего продукта за соответствующий год в объеме, превышающем 3 процента в любом представленном году (календарный год, предшествующий году даты платежа), и если номинальный валовый внутренний продукт составит более 125,4 млрд. долларов США, держатели имеют право получить платежи в сумме, равной 15 процентам превышения показателя валового внутреннего продукта, если прирост реального валового внутреннего продукта составит от 3 до 4 процентов; и 40 процентов превышения показателя валового внутреннего продукта, если прирост реального валового внутреннего продукта составит более 4 процентов. Выплаты предусмотрены начиная с 15 января 2021 года (платеж на такую дату определяется из расчета показателя валового внутреннего продукта за 2019 год).

Государственные деривативы можно условно отнести к группе долговых ценных бумаг, удостоверяющих отношения займа и предусматривающих обязательства эмитента или лица, выдавшего неэмиссионные ценные бумаги, уплатить в определенный срок средства, передать товары или оказать услуги в соответствии с обязательством. Условность такой классификации обусловлена тем, что государственный дериватив не удостоверяет отношений займа, не предусматривает погашение номинальной стоимости (основной суммы), а выплаты по нему



поставлены в зависимость от наступления отлагательного условия – превышения 3% показателя роста валового внутреннего продукта (в номинальном выражении 125,4 млрд. долларов США).

Бюджетное обязательство по государственным деривативами определено как бюджетное обязательство, согласно которому необходимо осуществить расходы на выплаты по государственным деривативами в соответствии с условиями их размещения в течение текущего бюджетного периода и/или будущих (пункт 7-1 ч. 1 ст. 2 Бюджетного кодекса Украины в редакции Закона Украины от 17 сентября 2015 года № 700-VIII «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Украины относительно реструктуризации государственного и гарантированного государством долга и его списания»).

Неудачным, по нашему мнению, является использование в названии новой ценной бумаги термина «дериватив», поскольку это может привести к смешиванию с деривативами как производными финансовыми инструментами, которые не являются ценными бумагами. Налоговый кодекс Украины определяет дериватив как стандартный документ, удостоверяющий право обязательство приобрести или продать в будущем ценные бумаги, материальные или нематериальные активы, а также средства на определенных условиях. К деривативам отнесены свопы, опционы, фьючерсные и форвардные контракты (п. 14.1.45 Налогового кодекса Украины). В связи с этим термин «государственный дериватив» предлагается заменить термином «государственный сертификат Украины», поскольку именно сертификаты (инвестиционный, ипотечный) как ценные бумаги предусматривают право их держателя на долю в определенных активах (паевом инвестиционном фонде – для инвестиционных сертификатов (пп. 8 ч. 1 ст. 1 Закона Украины от 5 июля 2012 г. № 5080-VI «Об институтах совместного инвестирования» [15])), консолидированного ипотечного долга – для ипотечных сертификатов участия (ст. 14 Закона Украины от 19 июня 2003 г. № 979-IV «Об ипотечном кредитовании, операциях с консолидированным ипотечным долгом и ипотечных сертификатах» [16]), а не

обязательство по погашению их номинальной стоимости, и не гарантируют получение дохода.

Постановлением Кабинета Министров Украины от 11 ноября 2015 г. № 912 «Об осуществлении в 2015 году сделок с государственным и гарантированным государством долгом с целью его реструктуризации и списания» [17] были определены условия выпуска и размещения (в том числе дополнительных выпусков и размещений) государственных деривативов и уполномочено Министерство финансов Украины осуществить выпуск облигаций внешних государственных займов Украины 2015 года и государственных деривативов в соответствии с условиями, утвержденными указанным постановлением. Определено, что каждый государственный дериватив имеет условную сумму в размере 1000 долларов США или такую совокупную сумму, которая является целым кратным числом, равным 1000 долларов США. Начальная совокупная условная сумма государственных деривативов составляет 2916421000 долларов США. Выплаты по государственным деривативами зависят от достижения определенных показателей валового внутреннего продукта и показателя прироста реального валового внутреннего продукта за 2019–2038 годы. Держатель каждого государственного дериватива имеет право на получение пропорциональной доли такой суммы выплаты. Указанная доля представляет собой соотношение условной суммы, закрепленной за таким государственным деривативом, к совокупной условной сумме всех государственных деривативов, имеющих в обращении на такой момент времени, выпущенных в соответствии с договором о доверительном управлении государственными деривативами.

С 4 декабря 2015 года государственные деривативы со сроком погашения 31 мая 2040 года (ISIN XS1303929894) были включены в биржевой список Публичного акционерного общества «Украинская биржа» и Открытого акционерного общества «Фондовая биржа ПФТС» как нелистинговые ценные бумаги.

Постановлениями Кабинета Министров Украины от 24 февраля 2016 г. № 101 «Об осуществлении сде-

лок с гарантированным государством долгом» [18] и от 27 апреля 2016 г. № 309 «Об осуществлении дополнительного выпуска и размещения облигаций внешних государственных займов Украины 2015 года и государственных деривативов» [19] в соответствии с пунктом 15 раздела «Заключительные положения» Закона Украины «О Государственном бюджете Украины на 2016 год» [20] Кабинет Министров Украины поручил Министерству финансов осуществить сделки с гарантированным государством долгом по внешнему кредиту государственного агентства автомобильных дорог, привлеченным под государственные гарантии в 2006 году со сроком погашения в 2016 году, обслуживание и погашение которого осуществляется за счет средств государственного бюджета, путем изменения условий действующего кредита, включая замену заемщика такого долгового обязательства на государство с одновременным обменом такого государственного долга на дополнительно выпущенные и размещенные облигации внешних государственных займов Украины 2015 первой серии с датой погашения 1 сентября 2019 и дополнительно выпущенные и размещенные государственные деривативы. Предусмотрено осуществить дополнительный выпуск и размещение государственных деривативов объемом (совокупная условная сумма) 10389000 долларов США и 84059000 долларов США соответственно.

Выводы. Эмиссионные правоотношения по выпуску государственных деривативов являются финансовыми правоотношениями. Государственный дериватив не соответствует правовой природе деривативов как производных финансовых инструментов и является отдельным видом долговых ценных бумаг. Высказано предложение внести изменения в Закон Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» и переименовать государственные деривативы в государственные сертификаты. Именно сертификаты как ценные бумаги предусматривают право их держателя на долю в определенной категории активов, а не обязательство по погашению их номинальной стоимости, и не гарантируют получение дохода.

**Список использованной литературы:**

1. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268.
2. Редькин И.В. Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере рынка ценных бумаг / И. В. Редькин. – М. : Финансовый издательский дом «Деловой экспресс», 1997. – 112 с.
3. Горбунова О.Н. Некоторые вопросы финансово-правового регулирования денег и денежного оборота в Российской Федерации / О.Н. Горбунова, Е.Р. Денисов // Финансовое право. – 2007. – № 8. – С. 2–5.
4. Винницкий Д.В. Основные проблемы теории российского налогового права : дисс. ... докт. юрид. Наук : 12.00.14 / Д.В. Винницкий ; Уральская государственная юридическая академия, 2003. – 436 с.
5. Василец В.П. Денежное обращение в России как объект правового регулирования : дис. ... канд. юрид. Наук : 12.00.14 / В.П. Василец. – М., 2002. – 274 с.
6. Фрейдина Ю.И. Эмиссионное право как подотрасль в системе финансового права / Ю.И. Фрейдина // Международный академический журнал Российской академии естественных наук. – 2013. – № 4. – С. 168–173.
7. Кологойда О.В. Эмиссионные правоотношения на рынке государственных ценных бумаг Украины / О.В. Кологойда // Финансовое право и управление. – 2014. – № 2. – С. 12–25.
8. Бюджетный кодекс Украины від 8 липня 2010 р. № 2456-VI // Відомості Верховної Ради. – 2010. – № 50–51. – Ст. 572.
9. Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 р. № 2755-VI // Відомості Верховної Ради. – 2011. – № 13–14, № 15–16, № 17. – Ст. 112.
10. Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»: Закон України від 17 вересня 2015 р. № 701-VIII // Відомості Верховної Ради. – 2015. – № 46. – Ст. 426.
11. Про особливості здійснення правочинів з державним, гарантованим державою боргом та місцевим боргом : Закон України від 19 травня 2015 р. № 436-VIII // Відомості Верховної Ради. – 2015. – № 30. – Ст. 274.
12. Деякі питання вчинення у 2015 році правочинів з державним боргом за державними зовнішніми запозиченнями та гарантованим державою боргом : Розпорядження Кабінету Міністрів України від 27 серпня 2015р. № 859-р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/859-2015-p>.
13. Про початок процедури реструктуризації державного та гарантованого державою боргу і його часткового списання: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 22 вересня 2015 р. № 978-р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.kmu.gov.ua/control/ru/cardnpd?docid=248499804>.
14. Украинская биржа запустила новый инструмент – государственные деривативы // Экономическая правда. 7 декабря 2015 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/rus/news/2015/12/7/571230/>.
15. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 5 липня 2012 р. № 5080-VI // Відомості Верховної Ради. – 2013. – № 29. – Ст. 337.
16. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати : Закон України від 19 червня 2003 р. № 979-IV // ВВР. – 2004. – № 1. – Ст. 1.
17. Про здійснення у 2015 році правочинів з державним та гарантованим державою боргом з метою його реструктуризації і часткового списання : Постанова Кабінету Міністрів України від 11 листопада 2015 р. № 912. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kmu.gov.ua/control/ru/cardnpd?docid=248623211>.
18. Про здійснення правочинів з гарантованим державою боргом: Постанова Кабінету Міністрів України від 24 лютого 2016 р. № 101 // Офіційний вісник України. – 2016. – № 16. – Ст. 657.
19. Про здійснення додаткового випуску і розміщення облігацій зовнішніх державних позик України 2015 року та державних деривативів: Постанова Кабінету Міністрів України від 27 квітня 2016 р. № 309 // Офіційний вісник України. – 2016. – № 35. – Ст. 1363.
20. Про Державний бюджет України на 2016 рік : Закон України від 25 грудня 2015 року № 928-VIII // Відомості Верховної Ради. – 2016. – № 5. – Ст. 54.