

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет правничих наук
Кафедра приватного права

МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА
освітній ступінь – магістр

на тему: **«ОБЛІГАЦІЇ ЯК ФІНАНСОВИЙ ІНСТРУМЕНТ:
ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ»**
“Bonds as a Financial Instrument: Legal Regulation”

Студент 2-го року навчання
магістерської програми «Право»
Степаненко Денис Валентинович

Керівник Посполітак В.В.
Кандидат юридичних наук, доцент кафедри
приватного права

Рецензент _____
(прізвище та ініціали)

Магістерська робота захищена з оцінкою

Секретар ЕК _____


« _____ » _____ 2025р

Декларація академічної доброчесності

М. Степаненко Денис Валентинович, студент 2 року навчання магістерської програми за спеціальністю «Право» факультету правничих наук НАУКМА підтверджую наступне:

- написана мною магістерська робота на тему «Облігати як фінансовий інструмент: Правове регулювання» відповідає вимогам академічної доброчесності та не містить порушень передбачених пунктом 3.1. Положення про академічну доброчесність здобувачів освіти у НАУКМА, з змістом якого я ознайомлений;
- я заявляю, що надане мною для перевірки електронне версія роботи є ідентичною її друкованій версії.

09.05.2025

 Степаненко Д.В.

ЗМІСТ

| | |
|--|----|
| Вступ | 5 |
| Розділ I. Загальна характеристика облігацій як фінансового інструменту | 9 |
| 1.1. Правова природа облігацій та їх класифікація..... | 9 |
| 1.2. Інвестиційна привабливість облігацій та фактори, які її знижують..... | 20 |
| Розділ II. Правове регулювання емісії, обігу, погашення облігацій та дефолту емітента | 30 |
| 2.1. Правове регулювання емісії та розміщення облігацій..... | 30 |
| 2.2. Правове регулювання обігу облігацій. Особливості вчинення та виконання правочинів предметом яких є облігації..... | 34 |
| 2.3. Правовий статус зборів власників облігацій..... | 37 |
| 2.4. Правове регулювання погашення облігацій та дефолту за облігаціями | 43 |
| Розділ III. Особливості правового регулювання окремих видів облігацій | 52 |
| 3.1. Правове регулювання корпоративних та конвертованих облігацій..... | 52 |
| 3.2. Інфраструктурні, цільові та іпотечні облігації. Правове регулювання та розмежування їх правової суті..... | 58 |
| 3.3. Зелені облігації..... | 69 |
| 3.4. Правове регулювання облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики, та облігації місцевих позик..... | 76 |
| 3.5. Облігації міжнародних фінансових організацій..... | 84 |
| Висновок | 91 |
| Список використаних джерел | 94 |

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

| | |
|-------------------|---|
| СВІ | – Climate Bonds Initiative |
| ГВР | – The Green Bonds Principles |
| ІСМА | – International Capital Markets Association |
| ГК України | – Господарський кодекс України |
| КМУ | – Кабінет Міністрів України |
| КПК | – Кримінальний процесуальний кодекс України |
| МФО | – Міжнародна фінансова організація |
| НБУ | – Національний банк України |
| НКЦПФР | – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку |
| ОВДП | – Облігації внутрішньої державної позики |
| ОЗДП | – Облігації зовнішньої державної позики |
| ПАТ | – Публічне акціонерне товариство |
| СІУ | – Спеціалізована іпотечна установа |
| США | – Сполучені Штати Америки |
| ФГВФО | – Фонд гарантування вкладів фізичних осіб |
| ЦК України | – Цивільний кодекс України |
| ШІ | – Штучний інтелект |

ВСТУП

Актуальність теми магістерської роботи проявляється у тому, що кредити та позики змінили цей світ, зокрема в епоху індустріальної революції, коли надавали можливість розвивати та масштабувати виробництво. Це змінило наш світ назавжди та зробило його таким, яким ми знаємо його зараз. Однак, фінансування завжди відіграє значну роль у розвитку виробництва, а не лише в епоху промислової революції, тому у світі виникло безліч фінансових інструментів, які дозволяють бізнесу залучати бажане гроші для створення та розвитку своїх проєктів.

Облігації були одні з найперших інструментів фінансування проєктів, який і досі залишається одним із найпопулярніших інструментів не лише залучення фінансування, а й інвестування, як для бізнесу, так і для звичайних громадян. Держави також не стояли осторонь та долучившись до фінансового ринку трансформували облігації в окремі види (які можна назвати публічні облігації, через виключний суб'єктний склад, який завжди становить держава або її уповноваженні органи).

В аспекті війни та повоєнного відновлення України, облігації вже зараз є інструментом, який допомагає державі залучати фінансування на покриття величезних видатків на війну, а НБУ здійснювати монетарну політику.

Попри заяви про фактичну відсутність в Україні фондового ринку, бізнес починає активніше залучати фінансування саме шляхом випуску облігацій.

Однак в науковій літературі облігації як фінансовий інструмент зазвичай досліджуються економістами з погляду їх науки. Логічно, що в цих працях мало зустрічається аналізу правової природи зобов'язань, які виникають при емісії, обігу та погашенні облігації.

Натомість юридична література не приділяє цим питанням належної уваги, обмежуючись поодинокими дослідженнями окремих різновидів облігацій, або

виражається у підготовці навчальних підручників для молодих правників.

Саме це та позитивні тенденції розвитку фондового ринку та облігацій як майбутнього переважного фінансового інструменту, який розвиватиме економіку України, було вирішено дослідити питання правового регулювання різних видів облігацій.

Дослідницьке питання магістерської роботи полягає у тому, що собою являє правова природа облігацій як фінансового інструменту та правове регулювання їх різновидів?

Об'єктом дослідження магістерської роботи є суспільні відносини, що виникають при емісії облігацій, їх розміщенні, обігу, обліку на рахунках в цінних паперах, а також при погашеннях облігацій.

Предмет дослідження магістерської роботи є теоретичні напрацювання, міжнародні акти та акти Європейського союзу, національне законодавство, що встановлює правове регулювання облігацій як фінансового інструменту, а також судова практика у цій сфері.

Мета магістерської роботи полягає у формуванні цілісного розуміння про стан сучасного правового регулювання облігацій, як фінансового інструменту в цілому, так і різних видів облігацій.

Завдання магістерської роботи проявляється у:

1) встановленні правової природи облігацій, їх основні ознаки, джерела правового регулювання процесу емісії облігацій, їх обігу та погашення;

2) встановленні відмінності між різними видами облігацій та їх ключові особливості в практичній площині в порівнянні з точкою;

3) встановленні переваги та недоліки облігації (їх різновидів) як фінансового інструменту в порівнянні з іншими видами цінних паперів та правочинів, зокрема позики;

4) встановленні функціональної ролі та повноважень різних суб'єктів ролі інституційних учасників ринку капіталу у правовідносинах пов'язаних з емісією, розміщенням, обліком, обігом та погашенням облігацій;

5) встановленні відмінностей між поняттями дефолт та банкрутство.

При написанні цієї магістерської роботи були *застосовані загальнонаукові та спеціально наукові методи дослідження*, зокрема:

1) *Аналіз та синтез*: ці методи використовувалися з метою виявлення взаємозв'язків між поняттям та правовою природою облігацій (різних їх видів).

2) *Герменевтичний метод*: використовувався під час здійснення тлумачення юридичних текстів, норм та рішень суддів з метою встановлення їх змісту виходячи за межі буквального тлумачення тексту. Застосування цього методу можна прогледіти при дослідженні питання віднесення до емітентів корпоративних облігацій, юридичних осіб, які не мають на меті отримання прибутку.

3) *Метод порівняльно-правового аналізу*: використання цього методу в межах магістерської роботи здійснюється в контексті порівняння різних правочинів з облігаціями, як фінансовим інструментом. Застосування цього методу можна побачити зокрема, але не виключно у Розділах I та III, під час дослідження через порівняння облігацій з банківським кредитом, акціями, договором фінансової допомоги, договором позики з альтернативним зобов'язанням розкривалася суть цих явищ та здійснювався пошук спільних та відмінних ознак та механізмів дії. Також цей метод дослідження було пристосовано до розкриття правової суті явища дефолту за облігаціями в аспекті порівняння з банкрутством.

4) *Метод моделювання*: під час дослідження питання про розмежування звичайних та цільових облігацій, було здійснено моделювання ситуації емісії облігацій та повторний аналіз цієї ситуації при заміні звичайних облігацій на цільові з метою встановити відмінності в їхній сутності.

5) *Системний метод*: використовувався при дослідженні правової природи облігацій через аналіз норм кількох нормативно-правових актів та при висвітленні питань співвідношення загального та спеціального правового регулювання.

б) **Формально-юридичний метод:** використовувався при дослідженні правового регулювання емісії, обігу та погашення, й інших питань шляхом аналізу змісту нормативно-правових актів різної юридичної сили.

Основні *способи дослідження* під час підготовки магістерської роботи полягали у дослідженні та аналізі норм законодавства України у сфері ринків капіталу (як чинного законодавства так і правового регулювання, яке діяло до запровадження реформи ринків капіталу), аналіз актуальної судової практики, дослідження наукової літератури, зокрема: книг, підручників, статей, коментарів, публікацій, монографій тощо. Також при підготовці магістерської роботи здійснювалося дослідження правил торгівлі на фондових бірж України, із сайтами національних та міжнародних фінансових компаній.

Теоретична база дослідження. Над дослідженням питань з щодо загального правового регулювання облігацій працювали В. І. Козак, С. О. Москвін, В. В. Посполітак., щодо правового регулювання зелених облігацій А.А. Оленюк, щодо правового регулювання інфраструктурних облігацій Л.А. Васютинська, щодо загальних аспектів емісійного права використовувалися праці С.В. Сарана та О.О. Яловий.

Розділ I. Загальна характеристика облігацій як фінансового інструменту. Особливості правового регулювання

1.1. Правова природа облігацій та їх класифікація

Облігації, подібно до того як банк видає кредит, дозволяють бізнесу отримати бажане фінансування з окремими перевагами.

Суть цієї переваги полягає у тому, що на відмінно від позики, умови надання грошей визначає не кредитор – а боржник.

Однак спершу для визначення конкретних переваг та недоліків облігацій, як фінансового інструменту з погляду правового регулювання, маємо згадати, що облігації це в першу чергу цінні папери.

В законодавстві під цінними паперами розуміють:

«об'єкт цивільних прав, який посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) та власника цінного паперу (особи, яка має права на цінний папір та права за цінним папером), передбачає виконання зобов'язань за таким цінним папером, а також можливість передачі іншим особам прав на цінний папір та прав за цінним папером або обмеження такої можливості у випадках та порядку, передбачених законом» – стаття 194 ЦК України [1].

Цінні папери за своєю правовою природою наділенні двома основними властивостями:

- 1) бути реччю та предметом правочинів;
- 2) посвідчувати права осіб.

В статті 179 ЦК України законодавець надав визначення речі, під якою розуміють предмет матеріального світу, щодо якого можуть виникати цивільні права та обов'язки. Однак з огляду на те, що відповідно до пункту 3 розділу першого Положення про порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та

їх обігу (далі – Порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу) [2], облігації існують виключно в електронній формі, варто говорити про те, що на них розповсюджується статус не речі (який передбачений статтею 179 ЦК України), а цифрової речі статус якої регламентовано в статті 179-1 ЦК України. Оскільки, для цифрової речі обов'язковою властивістю є існування виключно в межах цифрового середовища.

Облігації як цінний папір носить в собі таку властивість, як посвідчення прав. Суть цієї властивості в контексті облігацій проявляється у посвідченні права вимоги однієї особи (кредитора/інвестора) до іншої особи (боржник/емітент). Тобто, посвідчення факту існування між сторонами відносин позики.

Це чітко проглядається у визначенні облігацій закріпленому в статті 11 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (далі – Закон про ринки капіталу), де під облігаціями розуміють

«цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником коштів, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує обов'язок емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом або рішенням про емісію (для державних облігацій України - умовами їх розміщення) строк та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено проспектом або рішенням про емісію (для державних облігацій України - умовами їх розміщення)» [3].

Ці фундаментальні властивості цінного паперу мають своє відображення у двох правових явищ, як: права на цінні папери та права за цінними паперами.

Властивість цінного паперу як речі свідчить про право його власника на цінний папір (право власності, застава цінного паперу тощо), а коли ми говоримо про таку властивість цінного паперу як посвідчення прав, то логічним продовженням цього є права власника цінного паперу, які виникають у нього не безпосередньо від цінного паперу, а від тих прав, які він посвідчує. Тобто, коли

ми говоримо про облігації, то його власник володіє облігацією як річчю (право на цінний папір), а також має право на отримання доходу від облігацій (право за цінним папером).

В цьому аспекті нам варто згадати, що коли ми говоримо про нерухомість, то особа, яка є її власником одночасно володіє, користується та має право вільно нею розпоряджатися. Інші особи за звичайних умов, не присутні в цій тріаді правомочностей. Однак коли мова йде про цінні папери, такі як облігації, зберігання яких здійснюється виключно в електронній формі на рахунках в цінних паперах у депозитарних установах, не можна говорити, про загальну (звичайну) ексклюзивність власника у володінні облігаціями. Проте звісно ж депозитарні установи не мають права здійснювати будь-які операції з облігаціями без волі їх власника, або уповноважених державних органів.

Розглядаючи механізм дії облігацій маємо звернути увагу на те, що як вже було сказано, облігації посвідчують відносини позики між емітентом та власником облігацій. Емітент в цих правовідносинах виступає в ролі боржника, оскільки: 1) бере гроші у інвестора; 2) бере на себе зобов'язання повернути інвестору гроші та сплатити відсотки (або без цього). В результаті придбання облігацій, власник облігацій набуває статусу подібного до статусу кредитора у правовідносинах позики/кредиту.

Цікавою можливістю використовувати облігації, є можливість емітента прийняти рішення про емісію облігацій з метою переведення зобов'язань в облігації, що є робить облігації подібними до векселя.

Фактично механізм дії облігацій полягає у тому, що емітент продає інвестору право вимагати від нього (емітента) сплатити гроші та відсотки за користування грошима, що за своєю суттю подібне до правовідносин позики/кредиту. Емітент на підтвердження своїх зобов'язань видає облігацію, яка як вже було сказано посвідчує правовідносини між сторонами.

Попри чітку подібність облігацій з позикою, існують деякі розбіжності, які не дозволяють говорити про тотожність цих правовідносин.

По перше, емісія облігацій здійснюється на підставі рішення емітента про емісію. Даний етап, у відносинах позики, має інший вигляд та подібний до подання заяви про отримання грошей.

По друге, однією із ключових відмінностей між позикою та облігаціями є те, що у правовідносинах позики саме кредитор визначає умови на яких боржник може отримати гроші. В свою чергу у правовідносинах облігацій, саме боржник (емітент) визначає такі основні умови, а саме загальну кількість облігацій, їх номінальну вартість, строк погашення, умови виплати (періодичність, відсоткова ставка тощо) доходу, можливість або заборону відчужувати облігацій третім особам, або передавати їх в заставу та багато іншого).

Це дає нам змогу зробити висновок про те, що договірні відносини між емітентом та інвестором (власником цінного паперу) подібні до правовідносин описаних в статті 634 ЦК України, де відображено поняття договору приєднання. Тобто, інвестор може придбати цінні папери (в даному випадку облігації) лише на тих умовах, які встановлені емітентом. Вносити зміни чи пропозиції в даному разі не видається можливим. Проте, інвестор, який зацікавлений в певному проекті (його фінансуванні) може на більш ранніх стадіях проводити консультації/переговори з емітентом для встановлення оптимальних умов майбутньої емісії та здійснення приватної пропозиції.

По третє, певно одним із мінусів облігацій можна назвати те, що на відміно від позики, де боржник отримує гроші одразу або в інший обумовлений домовленістю сторін момент. Емітент облігацій змушений чекати моменту, коли інвестори придбають його облігації. У випадку, якщо мова йде з приватним розміщенням, ця проблема може оминати емітента і він зможе отримати гроші в найкоротший для нього термін. Однак коли мова йтиме про публічне розміщення облігацій, тоді емітенту залишається очікувати коли знайдеться достатня кількість інвесторів із достатніми грошима, аби залучити бажане фінансування у заплановані строки. З цим йому можуть допомогти: 1) ті ж самі банки, які можуть вкласти «вільні» гроші аби заробити додатковий дохід; 2) інвестиційні компанії;

3) суб'єкти господарювання, які надають андеррайтингові послуги.

З переліку цих суб'єктів, певно найцікавішим є останній. Відповідно до частини 11 статті 44 Закону про ринки капіталу, під андеррайтингом розуміють діяльність, яка провадиться інвестиційною фірмою від свого імені та/або від імені емітента або оферента за винагороду відповідно до умов договору андеррайтингу.

Своє чергою, договір андеррайтингу передбачає, що інвестиційна фірма бере на себе зобов'язання на умовах та у строки, визначені проспектом цінних паперів, діючи від імені емітента або оферента, організувати розміщення або продаж заздалегідь обумовленого обсягу цінних паперів емітента або оферента та від свого імені і за власний рахунок здійснити купівлю цінних паперів, які станом на кінець передбаченого проспектом цінних паперів строку розміщення не були відчужені першим власникам.

Тобто, емітент на початку процесу емісії укладає договір андеррайтингу, за умовами якої, інвестиційна фірма розміщує облігації емітента, а якщо ті не будуть продані протягом визначеного сторонами періоду часу, то викупує усі не продані облігації. Саме цим андеррайтинг і є цікавим, оскільки гарантує емітенту, що він отримає гроші, і отримає їх в обумовлений строк.

По четверте, самі облігації існують в електронній формі тому їх зберігання та облік проводиться на спеціальному рахунку в депозитарній установі.

Переходячи до наступного питання маю зазначити, що облігації бувають різного видів. Попри свої відмінності, позикові правовідносини облігацій все одне залишаються незмінними. Виходячи зі змісту статті 11 Закону про ринки капіталу та з огляду на сучасну доктрину емісійного права¹ виділяють такі види облігацій:

I. В залежності від строку обігу облігації поділяють на:

¹ Емісійне право є структурним елементом фінансового права. Емісійне право включає в себе Загальну та Особливу частини. До складу Особливої частини входить ряд субінститутів, зокрема такі як: обігу валюти та валютних цінностей, правового регулювання обігу цінних паперів, емісійної діяльності Національного банку України тощо. Хоча в науковій літературі існують протилежні думки про необхідність виокремлення емісійного права в окремий інститут фінансового права та про включення окремих його складових до інших підгалузей та інститутів фінансового права [4, с.105-108].

- **Короткострокові** (строк обігу облігацій не більше 1 року);
- **Середньострокові** (строк обігу облігацій в межах від 1 до 5 років);
- **Довгострокові** (строк обігу облігацій понад 5 років) – частина 2 статті 11 Закону про ринки капіталу.

Варто більш детально описати таке явище як строк обігу облігацій. Відповідно до частини пункту 29 частини 1 статті 2 Закону про ринки капіталу обіг цінних паперів (зокрема і облігацій) – це вчинення правочинів, пов’язаних з переходом прав на цінні папери і прав за цінними паперами, крім тих правочинів, однією із сторін яких є емітент (крім емітента депозитних сертифікатів банків) або особа, яка видала неемісійний цінний папір. Строк обігу облігацій закінчується з дати початку здійснення погашення облігацій.

З цього можна зробити висновок, що строк обігу облігацій – це період протягом якого власник облігацій може вчиняти правочини щодо їх відчуження, однак до моменту їх погашення. Як приклад, емітент випускає 1 000 короткострокових облігацій строком обігу 364 днів. Протягом цих 364 днів, власник облігацій може їх продати третій особі, ця третя особа теж може їх продати чи передати ще комусь, і так доти допоки не настане день погашення облігацій.

II. Залежно від способу погашення облігації поділяють на:

- **Звичайні облігації** – це облігації, погашення яких здійснюється *шляхом сплати емітентом їх власнику номінальної вартості таких облігацій*, крім конвертованих корпоративних облігацій.
- **Цільові облігації** – це облігації, погашення яких здійснюється *шляхом передачі товарів та/або надання послуг, та/або виконання робіт* відповідно до вимог, встановлених проспектом (рішенням про емісію, а для державних облігацій України - умовами їх розміщення), а у випадках та порядку, передбачених проспектом (рішенням про емісію, а для державних облігацій України - умовами їх розміщення), - *шляхом сплати коштів власнику таких облігацій* (частина 4 статті 11 Закону про ринки капіталу.).

Відмінності між цими видами облігацій дещо очевидні, але вважаю, варто звернути увагу на такий момент – звичайні облігації погашаються шляхом виплати емітентом **номінальної вартості облігацій**, а цільові **шляхом сплати коштів**. Проте, що це означає на практиці?

Загалом забігаючи наперед можна розглянути питання номінальної вартості облігацій, що воно собою являє та яке має значення. Зауважу, що Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» не надано визначення номінальної вартості не лише облігацій, а й цінних паперів загалом. Хоч інтуїтивно і здається, що номінальна вартість облігацій є зрозумілим явищем та не потребує додаткового обговорення. Однак, варто здійснити аналіз чинних норм аби дійти обґрунтованих висновків, щодо змісту номінальної вартості облігацій.

Керуючись нормами законодавства можна дати наступне визначення номінальної вартості облігацій. **Номінальна вартість облігацій** – це вартість однієї облігації, яка встановлюється емітент в довільному розмірі (але не менше за 1 копійку) на момент емісії облігацій в проспекті/рішення про розміщення облігацій.

Зазвичай номінальна вартість цінного паперу не змінюється, однак це не стосується акцій та акцій корпоративного інвестиційного фонду, деривативних цінних паперів. Їх вартість може змінюватися в залежності від різного роду показників. Однак для облігацій не є характерним зміна номінальної вартості протягом строку їх обігу.

Повертаючись до розмежування звичайних та цільових облігацій звертаю увагу на ту особливість, що при погашенні звичайних облігацій здійснюється повернення номінальної вартості. Умовно, емітент випустив 1 млн. облігацій номінальною вартістю в 100 гривень, тоді він має виплатити власникам облігацій 100 гривень за 1 облігацію. В свою чергу коли йде мова про цільові облігації, то тут ми вже можемо говорити трохи про інше. При погашенні цільових облігацій первинним є погашення за рахунок товарів/робіт/послуг. Так, коли емітент

випускає облігації в кількості 100 млн облігацій, а їх номінальна вартість становить 50 000 гривень, емітент не сплачує гроші, а компенсує вартість облігацій (можливо й відсотки) за рахунок майна, яке було створено/побудоване в результаті отриманого фінансування від емісії облігацій. Найяскравішим прикладом тут виступає положення статті 13 Закону про ринки капіталу, де передбачено особливий вид облігацій – цільові корпоративні облігації, погашення яких здійснюється шляхом передачі об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва. Більш детально про конкретні різновиди облігацій та особливості їх погашення ми розглянемо в наступних розділах цієї роботи.

Емітент цільових облігацій сплачує гроші, лише в окремих випадках. Хоч Закон про ринки капіталу не говорить про це прямо, однак гроші сплачуються лише у тих випадках, коли погашення цільових облігацій не може бути здійснене за рахунок товарів/робіт/послуг. В такому разі, емітент задля погашення своїх зобов'язань перед власниками облігацій повинен сплатити гроші в розмірі повної вартості неотриманих товарів/робіт/послуг.

Тобто відмінність між звичайними та цільовими облігаціями полягає не лише у тому, що при погашенні перших емітент сплачує гроші, а в іншому випадку передає товари/роботи/послуги, а й в тому, що цільові облігації також можуть погашатися грошима, але це має передувати погашенню облігацій за рахунок товарів/робіт/послуг. Натомість питання про віднесення конвертованих облігацій до цільових має один нюанс, зокрема, при погашенні конвертованих облігацій емітент збільшує розмір свого статутного капіталу і зараховує суму куплених облігацій в якості внесення вкладу новим учасником (купівля акцій). В свою чергу невиконання цього зобов'язання практично не виявляється можливим, оскільки на відмінно від товарів /робіт/послуг не можна говорити про випадки, коли б емітент не міг би збільшити свій статутних капіталу, оскільки законодавство не передбачає обмеження максимального розміру статутного капіталу господарських товариств.

Важливим компонентом операцій з облігаціями є дохід, який власник

облігацій має намір отримати. В сучасному емісійному праві виділяються два основні способи виплати доходу виплата дисконту та відсотків.

III. В залежності від способу виплати доходу облігації поділяють на:

- **Відсоткові облігації** – це облігації, за якими передбачається виплата відсоткових доходів або за якими відсоткова ставка дорівнює нулю.
- **Дисконтні облігації** – це облігації, що розміщуються за ціною, нижчою за їхню номінальну вартість. Різниця між ціною придбання та номінальною вартістю облігації, яка виплачується власнику облігації під час її погашення, становить дохід (дисконт) за облігацією (частина 3 статті 11 Закону про ринки капіталу.).

Закріплені в законі види облігацій за способом виплати доходів не розкривають повного інструментарію, який фактично доступний емітенту. Так в законі не наголошується на можливості здійсненні виплаті доходів за облігаціями періодично (щомісяця, щокварталу, півроку тощо). Крім цього емітент має право і здійснити виплату доходу за облігаціями в кінці, разом із погашенням номінальної вартості облігацій. Ці та інші умови виплати доходу облігацій здійснюється у порядку, який емітент визначить самостійно.

Відповідно до абзацу 3 підпункту 4 пункту 1 Порядку здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу відсоткова ставка за відсотковими облігаціями може бути фіксованою або плаваючою. Відсоткова ставка не може бути від'ємною. Зазвичай емітенти закріплюють саме фіксовану відсоткову ставку, оскільки це дає важливу для бізнесу передбачуваність, що дозволяє уникнути труднощів із виконанням своїх зобов'язань перед усіма власниками облігацій.

Однак, якщо емітент все ж обирає варіант плаваючої ставки, йому необхідно взяти до уваги вимоги законодавства при складанні проспекту емісії, оскільки законодавство містить вимогу вказувати у проспекті мінімальний та максимальний розмір доходу за облігаціями, а найголовніше – порядок/механізм визначення розміру відсоткової ставки протягом відсоткового періоду.

Важливим моментом, про який варто згадати є право емітент закріпити в проспекті емісії облігацій можливість дострокового погашення облігацій. Це означає, що емітент до встановленої дати погашення облігацій може сплатити на користь власника облігації усю номінальну вартість облігацій та дохід за облігації, в тому розмірі який відповідає ставці доходу за облігаціями та строком протягом якого емітент користувався грошима. Тобто, уявімо ситуацію, емітент здійснив емісію 1 млн облігацій за номінальною вартістю 100 грн під 12% річних. Емітент після 6 місяців вирішив погасити усі випущенні облігації, в такому випадку власник облігацій отримає свої гроші за облігації (номінальну вартість облігацій) та дохід у розмірі всього 6%. З позиції емітента, це є вигідним кроком, оскільки дозволяє йому виплатити на 6% менше доходу за облігаціями. Протилежною є ситуація для власників облігацій, а особливо для банків, оскільки вони очікували отримати більший дохід.

Однак, постає цікаве питання, а чи можна застосувати логіку дострокового погашення відсоткових облігацій до дисконтних облігацій, де погашення здійснюється шляхом виплати номінальної вартості?

З огляду на правову природу дисконтних облігацій та механізм їх дії, керуючись законодавством можна дійти висновку, що оскільки погашення дисконтних облігацій здійснюється шляхом погашення *повної номінальної вартості*, то говорити про те, що дострокове погашення дозволить емітенту зекономити – не видається можливим.

IV. Залежно від мети використання залучених коштів облігації поділяють на:

- **Інфраструктурні** – це облігації, проспект (рішення про емісію цінних паперів, а для державних облігацій України - умови розміщення) яких передбачає (передбачають) використання залучених коштів **виключно на фінансування будівництва (реконструкції) об'єктів інфраструктури або реалізації інфраструктурного проєкту чи окремого його етапу.**
- **Зелені** – це облігації, проспект (рішення про емісію, а для державних

облігацій України - умови розміщення) яких передбачає (передбачають) використання залучених коштів **виключно на фінансування екологічного проєкту або окремого його етапу.**

- **Ординарні** – це облігації, проспект (рішення про емісію, а для державних облігацій України - умови розміщення) яких **не передбачає** (не передбачають) мети використання залучених коштів для **фінансування екологічного або інфраструктурного проєкту** (частина 5 статті 11 Закону про ринки капіталу.).

Загалом ця класифікація є інтуїтивно зрозумілою та означає, що гроші, які емітент залучив, він зобов'язується витратити лише у визначений проєкт. Однак, якою буде відповідальність емітента, якщо частину залучених коштів або усю суму використає не на реалізацію екологічного/інфраструктурного проєкту? В наступних розділах ми детальніше дослідимо питання інфраструктурних та зелених облігацій, особливості їх емісії та погашення, а також надамо відповідь на це питання.

Хоч Законом про ринки капіталу і не розкривається наступна класифікація, однак вона відображає дійсно важливий критерій для оцінки облігацій на який варто звернути увагу під час обрання об'єкта інвестування.

V. В залежності від забезпечення облігації бувають:

- **Забезпеченні** – це ті, облігації виконання яких забезпечено у формі поруки, гарантії, іпотеки (іпотечні облігації), також це може проявлятися у формі страхування фінансових ризиків невиконання зобов'язань за облігаціями.
- **Не забезпеченні** – облігації, за якими ніхто не гарантує виконання емітентом своїх зобов'язань.

Забезпечення за облігаціями регулюється загальними положеннями Глави 49 ЦК України, оскільки питання надання гарантій та іншого роду видів забезпечення відбувається на рівні «емітент – гарант». Саме тому ці питання не потребують додаткового затвердження чи погодження з боку НКЦПФР.

1.2. Інвестиційна привабливість облігацій та фактори, які її знижують

Зауважу, що наразі в Україні облігації не набули великої популярності як серед емітентів, так і серед інвесторів. Однак існують тенденції, які я вважаю демонструють зсув цього тренду на користь облігацій. Так найбільший приватний поштовий оператор «Нова Пошта» (точніше компанія з групи НОВА - NovaPay) залучає фінансування для реалізації своїх проектів саме шляхом випуску облігацій [5]. Крім цього, українська мережа супермаркетів Novus планує залучати фінансування шляхом випуску облігацій [6].

Хоч з економічної точки зору, найвигіднішими інструментами для фінансування бізнесу варто назвати акції, безповоротну або безвідсоткову фінансову допомогу. Однак з огляду на їх правову природу та особливості механізму дії, акції не можуть бути розповсюджені на усі компанії, а лише на акціонерні товариства, що вимагає від бізнесу привести свою діяльність вимоги спеціального законодавства. Окрім цього, акції надають їх власникам корпоративні права та право на отримання дивідендів, що попри свою привабливість з боку економічності має свої мінуси у вигляді доступу до управління бізнесом чужих осіб та необхідність підлаштовуватися під їхні інтереси. Своєю чергою фінансова допомога зазвичай надається у розмірах, які не відповідають реальним потребам бізнесу.

Своєю чергою кредити, які є найпоширенішим та традиційним способом фінансування потреб бізнесу надаються банками під великі відсотки. Формування відсотків за кредитами банки формують з огляду на розмір ключової ставки, яку встановлює НБУ. З огляду динамічність змін ключової ставки за останні роки не доводиться говорити про передбачуваність відсотків за кредитами.

Це дає змогу дивитися нам на облігації як на найкращий (чи принаймні один із найкращих фінансових інструментів – залежно від конкретної ситуації) спосіб фінансування бізнесу, якому потрібне значне фінансування та який не має

бажання ділити управління компанією з іншими особам.

Попри це варто окреслити основні фактори, які негативно впливають на привабливість облігацій, як інвестиційного фінансового інструменту. Чітко встановивши ці фактори, можна в повному обсязі зрозуміти та вирішити для себе, чи є такий інструмент вигідним та чи варто взагалі докладати зусилля для емісії.

Варто зауважити, що з метою забезпечити ринки капіталу від недобросовісних дій як зі сторони емітенті, так і зі сторони працівників НКЦПФР в законодавстві міститься ряд обмежень, які покликані забезпечити безсторонність працівників Комісії та уникнути потенційного чи реального конфлікту інтересів.

Так частиною 1 статті 12 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» передбачено, що працівники НКЦПФР в силу свого статусу не можуть:

- 1) бути представниками третіх осіб у відносинах з НКЦПФР;
- 2) використовувати майно НКЦПФР в політичних цілях чи особистих інтересах;
- 3) займатися іншою оплачуваною (крім викладацької, наукової і творчої діяльності, медичної практики, інструкторської та суддівської практики із спорту, а також в інших випадках, передбачених цим Законом) або підприємницькою діяльністю;
- 4) розкривати професійну таємницю на ринках капіталу та організованих товарних ринках, крім випадків, встановлених законом [7].

Крім того, працівникам НКЦПФР категорично заборонено прямо чи опосередковано мати у власності акції (частки), отримувати фінансову чи матеріальну винагороду (допомогу) у:

- 1) професійних учасниках ринків капіталу та організованих товарних ринків;
- 2) юридичних особах, що провадять діяльність, пов'язану з ринками

капіталу та організованими товарними ринками;

3) юридичних особах, споріднених та/або афілійованих з особами, які визначені в попередніх пунктах.

А в частині 5 статті 12 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» встановлено заборону на вчинення правочинів щодо фінансових інструментів. Так окрім самого працівника, йде мова й про його:

- 1) чоловіка, дружину або прирівняних до них осіб;
- 2) сина, дочку, усиновлених осіб, пасинка, падчерицю;
- 3) особу, яка перебуває під піклуванням працівників НКЦПФР.

Однак, зміст цієї норми є дивним, оскільки не містить ще однієї категорії осіб – **батьки**. Чому законодавець оминув цю категорію людей? Наразі не відомо. Але ця прогалина (навмисно чи без умислу) створює ситуацію при якій, уся суть заборони, що описана в ній втрачає сенс, оскільки, дає можливість працівникам НКЦПФР опосередковано, через своїх батьків вчиняти правочини щодо фінансових інструментів.

Змінами до Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» повноваження працівників НКЦПФР було розширено, відтепер вони можуть здійснювати не лише перевірки (в яких також існують традиційні корупційні ризики), а здійснювати розслідування щодо учасників ринку подібно до органу досудового розслідування, але без чітко закріпленого статусу в кримінальному процесуальному законодавстві.

Так змінами було уповноважено НКЦПФР проводити розслідування після отримання інформації про фактичні або **потенційні** порушення вимог профільного законодавства (абзац перший частини першої статті 34 Закону України «Про внесення змін до Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» [8] та деяких інших законодавчих актів України щодо вдосконалення державного регулювання та нагляду на ринках капіталу та організованих товарних ринках»).

Ця норма містить двоякий характер, оскільки з однієї сторони дозволяє забезпечити інтереси інвесторів від недобросовісних дій емітентів чи інших учасників ринку. Однак, такі розслідування, які ініціюються на основі «потенційності» порушення однозначно матимуть негативний вплив на ставлення інвесторів до такого порушника. У випадку безпідставності таких звинувачень, компанія може зазнати суттєвого репутаційного збитку.

На підставі цього можна говорити про те, що в подальшому будуть дедалі частіше виникати ситуації, при яких конкуренти можуть вдаватися до недобросовісної практики зміст якої полягає у тому, аби подавати до НКЦПФР інформацію про потенційні порушення законодавства в сфері ринків капіталу, що в кінцевому результаті може вплинути на ціну фінансових інструментів та репутацію компанії.

Зміни закону щодо розслідування фактів порушення законодавства в сфері капіталів, то як зазначає Олександр Ігнатенко²,

«фактично уповноважені особи НКЦПФР наділяються неприбутковими повноваженнями, які схожі до повноважень органів досудового розслідування, що визначені КПК України.

Проте, на відміну від органів досудового розслідування, судовий контроль за діяльністю осіб НКЦПФР під час розслідувань не передбачається» [9].

Функціональна суть слідчого судді, його повноважень полягає у здійсненні судового контролю за дотриманням прав, свобод та інтересів осіб у кримінальному провадженні (частина 5 статті 21 ЗУ «Про судоустрій та статус суддів»[10] та пункт 18 частини 1 статті 3 КПК України[11]). В цій ситуації, уповноваженні особи НКЦПФР наділенні свого роду привілеєм, не підпадати від пильне око слідчого судді, а це становить пряму загрозу правам та інтересам учасників ринків капіталу від недобросовісних дій уповноважених осіб.

² Олександр Ігнатенко. Проведення розслідувань правопорушень на ринках капіталу: що передбачає новий Закон (законопроект 5865) https://jurliga.ligazakon.net/news/226760_provedennya-rozsliduvan-pravororushen-na-rinkakh-kaptalu-shcho-peredbacha-noviy-zakon-zakonoprokt-5865

Це викликає певний дисонанс, оскільки, хоч це рішення і робить регулятора достатньо сильним аби протистояти незаконним діям учасників, з іншого боку це дає його працівникам важіль тиску. Тиск може проявлятися, у знайомій формі: “Не хочеш, щоб ми відкрили справу - плати!”. “Хочеш, щоб ми закрили очі на твої порушення, які тягнуть на штрафи в кілька мільйонів гривень - плати!” та багато інших варіацій тиску.

З метою уникнення подібної ситуації, вважаю за потрібне внести зміни до КПК України та внести уповноважених осіб НКЦПФР до органів досудового розслідування. Або в інший спосіб забезпечити учасників ринків капіталу від неправомірних дій уповноважених осіб НКЦПФР під час здійснення розслідування.

Розглянувши статус працівників НКЦПФР не складно помітити ознаки ознак політичного впливу на них з боку вищого органу влади – Президента України. Раніше до запроваджених змін, Голову та члені НКЦПФР обирав Президентом одноособово.

Наразі цю ситуацію було докорінно змінено. З набранням чинності змін, призначення на посаду Голови або члена НКЦПФР здійснюється за результатами відкритого конкурсного відбору. Пропри такі гарні зміни, залишається один важливий нюанс. Персональний склад конкурсної комісії обирає та призначає президент України. Це ж залишає для Президента можливість здійснювати політичний вплив та тиск на членів НКЦПФР.

Попри намагання забезпечити незалежність НКЦПФР, зміни лише поставили посередника між Президентом та НКЦПФР у вигляді Конкурсної комісії. В такій ситуації залишається сподіватися на об'єктивність та нейтральність членів Конкурсної комісії при виконанні ними своїх повноважень.

З метою виправлення цієї ситуації та задля підвищення довіри до персонального складу НКЦПФР, вважаю за необхідне внести зміни до абзацу 3 статті 6-1 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та

організованих товарних ринків» в наступній редакції:

«Персональний склад Конкурсної комісії становить 7 осіб. Двоє із членів Конкурсної комісії обираються Верховною Радою України, двоє Кабінетом міністрів України, двоє Національним банком України, один Президентом України. Президент затверджує персональний склад Конкурсної комісії протягом 5 днів з моменту надходження від державних органів усіх обраних кандидатур на посаду члена Конкурсної комісії. Кандидатуру обраного члена Конкурсної комісії може змінювати виключно орган, чийм рішенням його було обрано».

В аспекті цього дослідження варто взяти до уваги, що не лише працівники НКЦПФР можуть бути ініціаторами корупційних пропозицій. Самі ж учасники ринку можуть стимулювати працівників НКЦПФР приймати певного роді рішення, або навпаки заохочувати їхню бездіяльність.

Як приклад можна навести недобросовісну практику **грінвошинг**, як один із моментів, коли в учасника ринку може виникнути потреба у бездіяльності працівників НКЦПФР.

Спершу варто пояснити, що під грінвошингом, згідно з пунктом 2 Положення про порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу, розуміють:

«недобросовісну практику, яка полягає у внесенні недостовірних, з розбіжностями та / або неповних відомостей щодо фінансового інструменту, який не відповідає визначенню зелених облігацій, в частині спрямованості на захист навколишнього природного середовища, впровадження екологічних стандартів, скорочення викидів у навколишнє природне середовище, досягнення інших екологічних цілей для надання такому фінансовому інструменту статусу зелених облігацій з метою досягнення неправомірних переваг у конкуренції (зокрема, шляхом покращення екологічної

репутації емітента, створення іміджу емітента як екологічно-орієнтованого, збільшення продажу його облігацій через надання їм статусу зелених облігацій та / або отримання іншої підтримки, пільг чи преференцій, встановлених для зелених облігацій)».

Оскільки, процес емісії зелених облігацій пов'язаний із проходженням свого роду законодавчих “бар’єрів”, існування яких пов'язане в першу чергу із недопущенням (або принаймні із мінімізацією) вчинення емітентами недобросовісних дій. Емітент для реалізації грінвошінгу емітент може залучити працівників НКЦПФР для проходження свого проекту з ознаками грінвошінгу через законодавчі “бар’єри”. Для мінімізації цієї ситуації, в майбутньому (наразі я не бачу можливостей для максимально можливої мінімізації корупційних ризиків тут) необхідно застосовувати технології штучного інтелекту, які могли б розпізнати проблеми проекту, а заблокувати його просування. Варто зауважити, що в такому випадку людина не могла б скасувати рішення ІІІ та продовжити рух проекту незалежно від ризиків, які висвітлив ІІІ. Емітент мусив би подавати проект з доопрацюваннями і знову переходити через цю систему.

З прийняттям змін до Закону про ринки капіталу було врегульовано питання того, що собою являє інсайдерська інформація та визначено порядок її правомірного розголошення.

Так, якщо узагальнити суть статті 146 Закону про ринки капіталу, то можна чітко говорити, що ключовою ознакою інсайдерської інформації є характер наслідків, які може спричинити її розголошення. Так розголошення інсайдерської інформації викличе або може викликати зміну ціни вартості цінного паперу.

Проте облігації через особливу правову природу захищені від цього оскільки їх номінальна вартість вказується емітентом у рішенні про емісію (проспект), а в подальшому їх номінальна вартість не змінюється. Доходи за облігаціями за звичай є встановленими в фіксованих відсотках, а у випадках, коли мова йде про плаваючу ставку, то порядок її розрахунку відомий сторонам

та не змінюється.

Однак, якщо мова йтиме про акції, то слід зауважити, що ситуація тут абсолютно інакша, і при публічній пропозиції акцій розголошення такої інформації може безпосередньо вплинути на їх вартість.

Попри те, що розголошення інформації є негативним фактором, законодавством легалізовано кілька випадків, коли розголошення інсайдерської інформації може мати місце.

Так законодавство дозволяє здійснювати так зване «зондування ринків капіталу». Лише в межах цієї діяльності, задля визначення зацікавленості серед потенційних інвесторів окремі суб'єкти можуть частково або в повному обсязі розголошувати інсайдерську інформацію. Це рішення дозволяє контролювано розкривати інсайдерську інформацію та при цьому не створювати корупційні ризики і підкупом працівників НКЦПФР для звільнення від відповідальності за ці дії. Це рішення також спрямоване на мінімізацію внутрішньоринкової корупції.

Наявність прогалів обґрунтовує необхідність доопрацювання та внесення змін до законодавства в сфері ринків капіталу для мінімізації корупційних ризиків. Корупція є фактором, який зменшує цікавість бізнесу залучати кошти через випуск облігацій. Крім того, фінансові піраміди та іншого роду шахрайства на ринках капіталу сприяють формуванню в головах інвесторів думки про ненадійність ринку капіталу та високу ризиковість інвестування своїх грошей у цінні папери. В сукупності ці два фактори негативно впливають на становлення в Україні повноцінного ринку капіталів.

З огляду на сучасні тенденції технологічного розвитку систем штучного інтелекту може здійснюватися за їх допомогою, без безпосередньої участі працівників НКЦПФР з учасниками ринку капіталі.

Висновки до розділу I:

1. Облігації є різноплановим інструментом, який пропонує емітентам та інвесторам широкі можливості застосування.

2. Керуючись нормами законодавства можемо виділити наступні ознаки облігацій, зокрема:

i) вони посвідчують право вимоги власника облігації до емітента (відносини позики);

ii) вони передбачають обов'язок емітента виплатити власнику облігації її номінальну вартість та дохід за нею (передати майно/товари/роботи/послуги);

iii) їх номінальна вартість, порядок обігу, строк та умови погашення визначаються в спеціальному документі (проспект емісії облігацій або рішення про розміщення облігацій);

iv) вони можуть відчужуватися їх власниками третім особам (купівля-продаж, заповіт, застава тощо);

v) зберігаються та обліковуються на спеціальних рахунках в цінних паперах у депозитарних установах;

vi) випуск та правочини предметом яких є облігації здійснюються в особливому порядку не притаманному звичайним договорам, вчинення яких регулюється ЦК України, про що буде йти мова в наступному підрозділі.

3. Наразі в Україні проглядається тенденція більшого використання облігацій для фінансування різного роду проєктів. Окрім того, в аспекті війни державні облігації набули важливого значення. Ця позитивна тенденція розвитку ринків капіталу в частині облігацій пов'язана із тими особливостями механізму дії облігацій, які роблять їх привабливішим фінансовим інструментом ніж типові види фінансування.

4. У законодавстві виявленні прогалини та норми, які містять серйозні корупційні ризики, що негативно впливає на розвиток в Україні сталого ринку

капіталів. Це може порушити позитивну тенденцію розвитку облігацій як привабливого фінансового інструменту для реалізації різного роду проєктів та відновлення України.

РОЗДІЛ II. Правове регулювання емісії, обігу, погашення облігацій та дефолту емітента

2.1. Правове регулювання емісії та розміщення облігацій

Облігації виникають та існують в межах трьох основних етапів: (i) емісія, (ii) обіг та (iii) погашення.

Першим серед цих етапів виступає емісія, практичною метою якої є розміщення під яким згідно з пунктом 55 частини 2 статті 2 Закону про ринки капіталу розуміють, вчинення емітентом цінних паперів (у тому числі через особу, уповноважену діяти від його імені) правочину, результатом якого є набуття першим власником права власності на такі цінні папери. Однак сама стадія емісії включає в себе ряд процесів, які емітент обов'язково має пройти.

Тобто, розміщення полягає в укладенні інвестором угоди про купівлю облігацій з емітентом на пряму (або уповноваженою ним особою). Однак, не варто плутати розміщення та обіг, оскільки вони відмінні за своєю суттю та правовим регулюванням.

Обіг, відповідно до пункту 29 частини 2 статті 2 Закону про ринки капіталу, це вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав на цінні папери і прав за цінними паперами, крім тих правочинів, однією із сторін яких є емітент (крім емітента депозитних сертифікатів банків) або особа, яка видала неемісійний цінний папір.

Порівнявши ці два визначення ми можемо дійти висновку, що обіг на відмінно від розміщення передбачає наступний після розміщення перехід права власності на облігацій. Емітент в цьому процесі не бере жодної участі. Право власності на облігації переходять не від емітента, а від першого власника (першого покупця).

Окрім того, обіг облігацій може бути початий виключно після реєстрації

випуску облігацій в Комісії. Це означає, що самого факту придбання першим власником облігацій не достатньо для відчуження облігацій на користь третіх осіб, що є своєрідним обмеженням права розпоряджатися своєю власністю.

Відповідно до пункту 19 Положення про порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу, обіг облігацій дозволяється виключно після реєстрації НКЦПФР звіту про результати емісії облігацій та видачі свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій. Подібна позиція законодавця закріплена в частині 7 статті 95 Закону про ринки капіталу, де вказується на заборону обігу цінних паперів, звіт про результати емісії яких не зареєстровано у встановленому законодавством порядку.

Звіт про результати емісії складається та подається до Комісії емітентом після закінчення строку розміщення облігацій із зазначенням фактично розміщених (придбаних) облігацій. Емітент відповідно до статті 95 Закону про ринки капіталу зобов'язаний оприлюднити звіт про результати емісії та подати необхідний пакет документів до Комісії у строк визначений законодавством.

Сам процес розміщення в залежності від виду розміщення можна поділити на приватне та публічне. Для облігацій на відмінно від акцій із самого початку доступне обидва ці варіанти розміщення. Однак спільною вимогою для усіх розміщень є вимог до граничних сум розміщення та мети їх використання. Так зокрема у пункті 49 Положення про порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу передбачено, що емітент не може розміщувати облігації на сума яких перевищує, розмір його власного капіталу у три і більше разів не залежно від факту їх забезпечення/незабезпечення. Також емітенту забороняється розміщувати облігації для формування і поповнення статутного капіталу емітента, покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності, а також досягнення неправомірних переваг у конкуренції яка відповідає ознакам грінвошингу, якщо планується емісія зелених облігацій – абзац 8 пункту 49 Положення про порядок здійснення емісії корпоративних

облігацій та їх обігу.

Для здійснення розміщення облігацій найперше що необхідно зробити емітенту, так це зареєструвати випуск облігацій у Комісії. Оскільки, відповідно до частини 6 статті 93 Закону про ринки капіталу розміщення цінних паперів, випуск яких не зареєстровано у встановленому законодавством порядку, забороняється, емітенту перша за все потрібно підготувати пакет документів подати заявку та у випадку, якщо планується здійснити публічну пропозицію підготувати проспект облігацій та подати усі згадані документи до Комісії для подальшої реєстрації випуску облігацій. Лише після цього, емітент набуває право здійснити розміщення облігацій серед перших власників.

Відповідно до пункту 1 частини 12 статті 36 Закону про ринки капіталу розміщення емітентом власних цінних паперів є однією із виключного переліку підстав для вчинення правочинів щодо фінансових інструментів без участі або посередництва інвестиційних фірм.

Тому на етапі розміщення облігацій у емітента два варіанти дій. Зокрема, емітент може скористатися послугами спеціальних суб'єктів – інвестиційних фірм, які мають право здійснювати діяльність з торгівлі фінансовими інструментами.

Однак, не усі з перелічених в законі види діяльності можуть здійснювати розміщення облігацій. Відповідно до частини 2 статті 92 Закону про ринки капіталу та пункту 51 Положення про здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу, до розміщення облігацій можуть здійснювати ті інвестиційні фірми, які уповноваженні здійснювати принаймні один із наступних видів діяльності:

- Андеррайтингова діяльність;
- Діяльність з розміщення з наданням гарантії;
- Діяльність з розміщення без надання гарантії.

В аспекті розміщення облігацій надання гарантій, не чим не відрізняється від звичайної гарантії передбаченої в 560 ЦК України, однак гарантія погашення облігацій на відмінно від норми ЦК України може виражатися й у вигляді

страхування, застави, іпотеки тощо. Тому розміщення з наданням гарантії варто розуміти в широкому значенні як діяльність з надання гарантій виконання емітентом своїх зобов'язань, не лише у формі гарантії, а й у формі застави, страхування та інших способів забезпечення виконання зобов'язання.

Варто звернути увагу, що гарантії за облігаціями можуть передбачати забезпечення номінальної вартості облігацій, так і номінальної вартості облігацій разом з доходом за облігаціями. Сторонам варто звертати увагу на зміст договорів, оскільки забезпечення доходу за облігаціями разом з номінальною вартістю здійснюється лише у тому випадку, якщо про це чітко вказано у договорі застави. В цьому аспекті варто звернути увагу на позицію Верховного суду висвітлену у постанові від 01.11.2021 року у справі № 910/10245/19, де проголошено, що

«заставодержатель облігацій має першочергове право на задоволення своїх вимог за рахунок належних до виплати відсотків за облігаціями лише в разі, якщо відсотковий дохід є предметом застави, що прямо обумовлено в договорі ... Заставодержатель облігацій не може посилається на порушення своїх прав, якщо відсотковий дохід за облігаціями не є предметом договору застави»
[12].

Тому у відповідних правочинах сторонам необхідно чітко закріпити положення про поширення застави на «тіло» облігацій та/або на дохід за облігаціями.

Повертаючись до варіантів розміщення, які доступні емітенту варто зазначити, що якщо емітент не має наміру залучати інвестиційну фірму, він може самостійно здійснити розміщення. В цьому разі, найкращим варіантом буде розмістити облігації на організованому ринку.

На момент написання цієї роботи в Україні діє 3 оператори організованих ринків капіталу (серед них: Фондова біржа «Перспектива», Фондова біржа ПФТС, Українська біржа) [13]. Самі ці оператори організованих ринків

забезпечують функціонування організованого ринку України та саме їх системи здатні забезпечити бажаний емітенту ефект.

Однак, емітент не позбавлений можливості самостійно шукати інвесторів, які будуть готові стати першими власниками облігацій.

Після розміщення облігацій, зареєструвавши випуск, для перших власників відкривається наступний етап існування облігацій, а саме – обіг.

Варто зазначити, що етап – обігу облігацій не є обов'язковим. В такому разі, після здійснення розміщення, якщо перші власники не відчужать облігації, наступним етапом буде погашення облігацій. Відсутність такого етапу як «обіг» не впливатиме на погашення емітентом своїх зобов'язань.

2.2. Правове регулювання обігу облігацій. Особливості вчинення та виконання правочинів предметом яких є облігації

Як вже було зазначено, обіг облігацій полягає у відчуженні першим власником належних йому облігацій на користь третіх осіб. Емітент не бере жодної участі в цьому процесі. Саме після розміщення (продажу) облігацій першим власникам емітент реєструє випуск облігацій в Комісії, яка видає свідоцтво про реєстрацію випуску та глобальний сертифікат. Виключно після цього, перші власники облігацій отримують можливість відчужувати облігації на користь третіх осіб – пункт 19 Положення про порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу.

Нагадаємо, що однією із характерних особливостей облігацій є те, що це іменні емісійні цінні папери, які відповідно до абзацу 2 частини 6 статті 8 Закону про ринки капіталу, існують виключно в електронній формі, що викликає потребу у їх зберіганні та обліку на спеціальних рахунках в депозитарних установах.

Обслуговування таких рахунків здійснюють виключно депозитарні установи, які здійснюють депозитарну діяльність, яка відповідно до пункту 5 частини 1 статті 1 Закону України «Про депозитарну систему України» проявляється у наданні послуг із зберігання та обліку цінних паперів, обліку і обслуговування набуття, припинення та переходу прав на цінні папери і прав за цінними паперами та обмежень прав на цінні папери на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, емітентів тощо [14].

З огляду на форму існування облігацій, депозитарні установи відіграють важливу роль у процесі виконання угод купівлі-продажу облігацій та цінних паперів загалом, а також у реалізації інших дій пов'язаними із цінними паперами (зокрема: вчинення застави цінних паперів, арешт цінних паперів та ін.).

Подібно до акцій, облігації депонуються (зберігаються) на рахунках в цінних паперах емітента саме у Центрального депозитарія. Своєю чергою, коли мова йде про власників облігацій, належні їм облігації можуть депонуватися як у Центрального депозитарія, так і у будь-якій іншій депозитарній установі.

Наразі переважна більшість депозитарних установ це банки (але не лише вони), своєю чергою функції Центрального депозитарія виконує ПАТ «Національний депозитарій України», саме з ним емітент має укласти договір про обслуговування випусків цінних паперів (за його відсутності).

Проте в контексті укладення правочинів предметом яких є облігації важливо згадати й про місце його укладення. В аспекті облігацій, як цінних паперів ми маємо говорити про спеціальний правовий режим місця укладення таких правочинів, оскільки цінні папери та облігації в тому числі розміщуються на організованому ринку (як ми вже знаємо, це не завжди є обов'язковою умовою). В літературі ще можна зустріти таке поняття, як біржовий ринок.

Біржовий ринок означає, що операції з цінними паперами (торги) ведуться у спеціально відведеному місці, іменованому біржою. Біржа – організація, що отримала від державного регулюючого органу ліцензію на організацію торгівлі цінними паперами. Особливість біржової торгівлі полягає в тому, що торги

ведуться за чітко встановленими правилами. З огляду на це біржовий ринок визнається організованим ринком, на якому:

- торги здійснюються впродовж певного часу, так званих торгових сесій;
- торгівля проводиться відповідно до регламенту (правил) біржі, всі учасники торгів зобов'язані дотримуватися цих правил;
- біржа слугує гарантом виконання угод, тобто продавцю цінних паперів гарантовано отримання коштів, а покупцеві – цінних паперів;
- до біржової торгівлі допускаються цінні папери лише надійних емітентів [15, с.24].

Важливо зазначити, що окрім організатора торгівлі (біржі) в процесі укладення правочинів предметом яких не лише облігації, а й цінні папери та деривативні контракти, важливою є участь інвестиційних фірм. Відповідно до статті 44 Закону про ринки капіталу повноваження з торгівлі фінансовими інструментами покладаються на інвестиційні фірми, які виконують на підставі ліцензій функції: 1) брокерів; 2) субброкерів та 3) дилерів. Тобто, законодавством встановлено імператив, відповідно до якого купівля-продаж облігацій та інші операції з цінними паперами здійснюється виключно через посередників у вигляді інвестиційних фірм, або самостійно за наявності ліцензії дилера (як виду професійної діяльності з торгівлі цінними паперами на ринку капіталів). Це правила застосовується не лише до правочинів укладених на організованому ринку, а й до тих правочинів, які укладаються поза його межами.

Деякі компанії, як от Спільне підприємство товариство з обмеженою відповідальністю "ДРАГОН КАПІТАЛ", а також низка банків (Сенс Банк, ПриватБанк, Банк Восток та інші) надають комплекс послуг, одночасно поєднуючи депозитарну діяльність з торгівлею фінансовими інструментами. Однак варто бути обережним із поєднанням різного роду ліцензії та створення фінансових структур, оскільки, законодавство наразі встановлює окремі обмеження на такі поєднання [16].

Варто звернути увагу, що облігації можуть бути придбані поза межами

організованого ринку.

Однак, коли мова йде про вчинення правочинів предметом яких є облігації поза організованим ринком, варто повторно наголосити, що участь брокерів/субброкерів/дилерів є обов'язковою. Тобто коли фізична чи юридична особа бажає придбати чи продати облігації, їй необхідно звернутися до професійного посередника – інвестиційної фірми (частина 12 та частина 13 статті 36 Закону про ринки капіталу).

Попри такий особливий порядок вчинення правочинів з облігаціями до правовідносин, які виникають між продавцем та покупцем облігацій продовжують застосовуватися загальні положення ЦК України в частині договору позики. Підтвердженням такого підходу є актуальна судова практика. Зокрема, Касаційний господарський суд Верховного Суду в своїй постанові від 23.04.2024 в справі №910/20302/21 наголосив, що правовідносини між сторонами регулюються положеннями ЦК України про договір позики [17].

2.3. Правовий статус зборів власників облігацій

Перед дослідженням питання погашення облігацій, а особливо питання дефолту вкрай важливо розібратися із правовим статусом Збори власників облігацій, які відіграють ключову роль у прийнятті рішень під час виконання емітентом своїх зобов'язань за випуском облігацій.

Цей інститут було запроваджено у 2021 році в ході реформи ринків капіталу. Згідно із Законом про ринки капіталу основною метою цих зборів є **захист інтересів власників облігацій та організоване прийняття ними рішень щодо облігацій.**

За своєю суттю збори власників облігацій є звичайним об'єднанням осіб, яке не має статусу юридичної особи.

Аналізуючи положення Закону про ринки капіталу ми можемо дійти до

висновку, що збори власників облігацій існують лише в той момент, коли емітент або власники облігацій їх скликають. Фактично, збори власників облігацій існують під час вирішення окремих питань на вирішення яких було скликано власників облігацій для прийняття рішення.

Власники облігацій, які мають право брати участь в зборах власників облігацій встановлюються на підставі реєстру власників облігацій депозитарною установою на підставі статті 22 Закону України «Про депозитарну систему України».

Серед суб'єктів, які беруть участь у процесі проведення зборів власників облігацій, окрім самих власників облігацій та емітента можна виділити:

- **Адміністратора, та**
- **Центрального депозитарія.**

Зазвичай облігаціями володіє велика кількість людей. Тому для реалізації їхніх інтересів як найефективніше, збори власників облігацій проходять у дистанційному форматі за допомогою авторизованої електронної системи, яку веде Центральний депозитарій України. Адміністратор своєю чергою виступає представником інтересів усіх власників облігацій.

Рішення на зборах власників облігацій приймаються або простою більшістю голосів або у три чверті голосів від загальної кількості власників облігацій, які беруть участь у відповідному засіданні зборів власників облігацій (в залежності від обговорюваного питання).

Зауважимо, що законодавцем встановлено пряму заборону деяким категоріям осіб, брати участь у голосуванні на зборах власників облігацій. Зокрема відповідно до частини 3 статті 111 Закону про ринки капіталу ця заборона стосується:

- 1) емітенту таких облігацій;
- 2) особі, яка надає забезпечення за такими облігаціями;
- 3) особі, пов'язаній відносинами контролю з емітентом та/або особою, яка надає забезпечення за такими облігаціями;

4) юридичній особі, в якій особи, зазначені у пунктах 1-3 цієї частини, сукупно прямо та/або опосередковано володіють частками, паями або акціями, що відповідає (відповідають) еквіваленту більше 50 відсотків статутного (складеного) капіталу та/або голосів у вищому органі управління;

5) трасту, іншому правовому утворенню, подібному до трасту, а також будь-якій іншій особі, яка володіє облігаціями в інтересах особи, зазначеної в пунктах 1-4 цієї частини;

б) власнику облігацій, який у процесі реєстрації не подав запевнення в тому, що він не є особою, зазначеною у пунктах 1-5 цієї частини.

В аспекті голосування варто зауважити, що збори вважаються правомочними за наявності на них 75 відсотків власників облігацій від усієї кількості власників облігацій встановлених в реєстрі власників облігацій. У випадку, якщо при першій спробі зібрати збори власників облігацій не набрався кворум, в такому разі, наступні збори власників облігацій вважаються правомочними за участі в них принаймні 25 відсотків власників облігацій.

Відповідно до частини 2 статті 110 Закону про ринки капіталу, особою, відповідальною за проведення зборів, є емітент, а в разі призначення адміністратора з часу набуття ним своїх повноважень і до їх припинення особою, відповідальною за проведення зборів, є адміністратор. У випадку, якщо проведення зборів власників облігацій скликають власники облігацій (які володіють не менше ніж 10 відсотків загальної номінальної вартості непогашених облігацій відповідного випуску), особою відповідальною за проведення зборів власників облігацій є один таких власників облігацій.

Однак, на час дії воєнного стану, НКЦПФР в своєму рішенні №740 від 27.06.2022р. «Щодо проведення зборів власників облігацій», встановила нові правила, згідно з якими під час дії воєнного стану саме Центральний депозитарій виконує функції особи, відповідальної за проведення зборів власників облігацій, якщо інше не передбачено проспектом (рішенням про емісію) (умовами емісії) відповідного випуску облігацій [18].

Варто зауважити, що питання організації зборів власників облігацій та інших питань емісії, та погашення облігацій емітент може самостійно врегулювати у проспекті до моменту розміщення облігацій. Надалі, зміни до проспекту будуть здійснюватися виключно за погодженням їх зі зборами власників облігацій.

В частині 2 статті 109 Закону про ринки капіталу, збори власників облігацій уповноважено на прийняття наступних рішень:

1) надання згоди на внесення емітентом змін до проспекту (рішення про емісію) в частині документа про цінні папери та/або внесення змін до правочинів щодо забезпечення виконання зобов'язань за облігаціями;

2) надання згоди на вчинення емітентом та/або особами, які надають забезпечення за облігаціями, правочинів у випадках, визначених проспектом (рішенням про емісію);

3) надання згоди на тимчасове невиконання емітентом та/або особами, які надають забезпечення за облігаціями, обов'язків, визначених проспектом (рішенням про емісію) та/або правочинами щодо забезпечення виконання зобов'язань за облігаціями;

4) прийняття рішення про відмову від пред'явлення вимоги про дострокове погашення облігацій такого випуску після настання дефолту, надання згоди на вчинення адміністратором дій (правочинів), зазначених у частині другій статті 121 цього Закону;

5) погодження умов реструктуризації заборгованості емітента та/або осіб, які надають забезпечення за облігаціями, перед власниками облігацій такого випуску;

6) погодження умов конвертації облігацій в акції (якщо емітентом облігацій є акціонерне товариство);

7) наділення адміністратора повноваженнями іншими, ніж передбачені цим Законом;

8) прийняття рішення про усунення від виконання або відмову від

усунення від виконання обов'язків адміністратора в разі наявності конфлікту інтересів та в інших випадках, передбачених цим Законом та/або проспектом (рішенням про емісію);

9) обрання адміністратора у разі, якщо він не був призначений емітентом у строки, визначені цим Законом або проспектом (рішенням про емісію), у тому числі в разі порушення емітентом обов'язку реєстрації відповідних змін до проспекту (рішення про емісію), якщо призначення адміністратора передбачене проспектом (рішенням про емісію), або в разі настання дефолту;

10) вирішення інших питань, що належать до компетенції зборів власників облігацій, відповідно до закону, нормативно-правових актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку та/або проспекту (рішення про емісію).

На підставі останнього пункту з урахуванням частини 3 статті 26 Закону України «Про іпотечні облігації» збори власників іпотечних облігацій можуть окрім висвітлених вище питань, додатково уповноважені вирішувати питання:

1) строки та умови передачі іпотечного покриття в управління новому адміністратору за випуском облігацій;

2) визначення способу звернення стягнення та порядок відшкодування витрат, пов'язаних із зверненням стягнення і продажем іпотечного покриття;

3) призначення позапланової аудиторської перевірки або позапланової перевірки іпотечного покриття;

4) з інших питань відповідно до проспекту цінних паперів (рішення про емісію цінних паперів) [19].

Проаналізувавши положення законодавства можемо зазначити, що фактично збори власників облігацій уповноважені здійснювати контроль за діяльністю емітента, аби захиститися від потенційних недобросовісних чи прямо протиправних дій емітента, які б шкодили інтересам власників облігацій. Закріпленні в законі повноваження зборів власників облігацій, встановлюють

мінімальний стандарт захисту прав інвесторів, на який емітент мусить звертати уваги про вчиненні правочинів, які можуть вплинути на його виконання зобов'язань за випущеними облігаціями.

Окрему роль тут відіграє Адміністратор за випуском облігаціями. Згідно з закріпленим в Законі про ринки капіталу визначення

«адміністратор за випуском облігацій (далі - адміністратор) - юридична особа, яка діє від свого імені та в інтересах власників випуску відсоткових чи дисконтних корпоративних облігацій, облігацій внутрішніх місцевих позик, облігацій міжнародних фінансових організацій або іпотечних облігацій відповідно до законодавства, договору про призначення адміністратора, проспекту цінних паперів (рішення про емісію цінних паперів) та рішень зборів власників облігацій» - пункту 1 частини 1 статті 2 Закону про ринки капіталу.

Окрім законодавчого визначення адміністратора варто зауважити і про критерії, яким має відповідати юридична особа, яка має бажання отримати статус адміністратора. Зокрема, відповідно до частини 3 статті 119 Закону про ринки капіталу та пунктів 1.1. та 1.2. Рішення НКЦПФР №163 від 09.02.2024 «Щодо вимог до адміністратора за випуском облігацій під час дії воєнного стану», адміністратором може бути:

- **юридична особа, є фінансовою установою**, яка має ліцензію на здійснення андеррайтинга та/або діяльність з розміщення з надання гарантії та/або діяльність з розміщення без надання гарантії, а також дотримується пруденційних нормативів та відсутні факти зупинення згаданих ліцензій;
- **юридична особа, не є фінансовою установою**, переважним видом діяльності якої є діяльність в сфері права та разом з тим повинна мати визнання: або одним чи декількома міжнародними юридичними рейтингами (Legal500, Chambers & Partners та інші), або входять до одного із довідників (Chambers Europe, IFLR1000 та інші) у напрямках Banking & Finance, Corporate або

Capital Markets, й достатню кількість кваліфікованих адвокатів [20].

З встановлених вимог до адміністратора можна побачити бажання законодавця встановити високі бар'єри щодо кваліфікації потенційних адміністраторів. Основною метою встановлення таких високих бар'єрів є те, що власників облігацій можуть не мати достатньої кваліфікації для розуміння усіх ризиків від операцій емітента, тому задля забезпечення як найкращого представництва інтересів усіх власників облігацій адміністратор повинен мати достатній рівень кваліфікації. Саме тому, призначення адміністратора є обов'язковим в процесі емісії облігацій, натомість законодавець дає емітенту можливість самостійно обрати адміністратора, який відповідає згаданим вище вимогам. Однак, у разі, якщо до моменту розміщення облігацій емітент не укладе з адміністратором відповідний договір (або при дефолті емітента), у такому випадку збори власників облігацій або власники облігацій набувають право самостійно обрати адміністратора.

Повноваження адміністратора розкриваються в статтях 118, 120 та 121 Закону про ринки капіталу, де передбачається, що адміністратор виступає позивачем в цивільних, господарських та адміністративних справах, а також цивільним позивачем у кримінальних справах, окрім цього подає заяви про відкриття виконавчого провадження та про відкриття провадження у справі про банкрутство та інше.

Усі ці дії адміністратор вчиняє від свого імені, оскільки сама суть інститут адміністратора за випуском облігацій полягає у обранні одного професійного представника, який захищає/представляє інтереси усіх власників облігацій одночасно.

2.4. Правове регулювання погашення облігацій та дефолту за облігаціями

Погашення облігацій є кінцевою точкою у взаємовідносинах між емітентом та власником облігацій (інвестором), що виражається у формі сплати емітентом «тіла» (номінальної вартості) облігацій та відсотків за ними (за наявності).

Як вже було встановлено в попередньому розділі, облігації за способом їх виконання поділяються на: звичайні та цільові. Звичайні ж облігації поділяються на відсоткові та дисконтні (їх відмінності та особливості описано в підрозділі 1.1. цієї роботи)

Погашення звичайних облігацій здійснюється виключно через депозитарну систему України (пункт 5 Порядку здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу) шляхом перерахування грошей на відповідні рахунки в цінних паперах власників облігацій. Обов'язок емітента з погашення облігацій вважається виконаним з моменту зарахування ним усієї суми на рахунок в цінних паперах відкритий у Центральному депозитарії. Надалі Центральний депозитарій переказує відповідну суму коштів на банківський рахунок депозитарної установи, в якій власник облігацій має свій рахунок в цінних паперах. Після чого відповідна депозитарна установа переказує здійснює переказ коштів на рахунок власника облігацій.

Крім того, не варто зневажати клірингом як одним із можливих способів погашення облігацій, оскільки досить типовою є ситуація, коли інституційні інвестори емітують власні облігації та набувають облігації (чи інші цінні папери) у власників своїх облігацій. В таких ситуаціях сторони можуть зарахувати зустрічних однорідних вимог.

Попри це, законодавство передбачає право емітента здійснити дострокове погашення облігацій. Однак, дострокове погашення облігацій може здійснюватися за умови, що в проспекті облігацій чи рішенні про емісію буде чітко про це зазначено та описано порядок його здійснення. У такому випадку власник облігацій теж наділяється правом вимагати дострокового погашення з урахуванням згаданих вище положень в частині Зборів власників облігацій.

Водночас законодавець обмежує власників облігацій у розмірі погашення. Так, згідно з пунктом 95 Порядку здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу, дострокове погашення конвертованих облігацій на вимогу їх власників можливе лише шляхом виплати **номінальної вартості** таких облігацій.

Тобто власнику облігацій доведеться забути про відсотковий/дисконтний дохід, оскільки таке рішення буде його чіткою згодою на відмову від них, і це не дозволить надалі вимагати від емітента сплатити гроші навіть в судовому порядку.

Своєю чергою коли йде мова про погашення цільових облігацій, варто розуміти, що існує багато різновидів таких облігацій, в яких погашення матиме свої особливості, які потребують більш детального дослідження. Таке дослідження висвітлено в наступному розділі, де описуються усі законодавчо визначенні види облігацій та надано їх характеристику.

В аспекті погашення облігацій також варто зауважити, що ризик невиконання зобов'язань притаманний будь-яким бізнес транзакціям, не виключенням є й облігації, дефолт за яким може завдати шкоди багатьом інвесторам. Саме слово дефолт в українській свідомості є надзвичайно негативне забарвлення та в уяві багатьох людей дорівнює слову банкрутство. Водночас Закон про ринки капіталу вказує на відмінність цих понять та встановлює, що вони регулюються різними нормативно-правовими актами.

Відповідно до частини 1 статті 113 Закону про ринки капіталу дефолт – це порушення будь-кого обов'язку емітента або особи, яка надає забезпечення за облігаціями, вказаного у проспекті (рішенні про емісію) облігацій або встановленого законодавством.

Емітент в проспекті/рішенні про емісію самостійно встановлює обставини, недотримання яких буде визначатися дефолтом за облігаціями. Своєю чергою законодавець передбачив, що у разі, якщо в проспекті/рішенні про емісію не встановлено таких ознак, то діятимуть ті обставини, які встановлені в Законі про ринки капіталу, а саме:

1) прострочення виконання зобов'язання з виплати будь-якої суми, що підлягає сплаті згідно з проспектом (рішенням про емісію), на більше ніж 10 робочих днів після закінчення відповідного строку (настання відповідного терміну), вказаного у проспекті (рішенні про емісію);

2) відкриття стосовно емітента або будь-якої особи, яка надає забезпечення за облігаціями, провадження у справі про банкрутство (а щодо банків - також про запровадження тимчасової адміністрації чи початок процедури ліквідації);

3) дії або бездіяльність емітента, що завдають істотної шкоди правам та/або інтересам власників облігацій, у тому числі:

а) несплата винагороди або нездійснення інших платежів адміністратору за договором про його призначення протягом більше ніж 10 робочих днів після закінчення відповідного строку (настання відповідного терміну);

б) порушення обов'язку з призначення адміністратора у строки, встановлені цим Законом або проспектом (рішенням про емісію), якщо призначення адміністратора передбачене проспектом (рішенням про емісію цінних паперів).

До 2021 року в українському законодавстві зустрічався поділ дефолту на повний та технічних. Відповідно до статті 17 Закону України «Про іпотечні облігації» (в редакції 2019 року) під **технічним дефолтом** (в контексті звичайних іпотечних облігацій) розумілося – порушення емітентом передбачених цим Законом та проспектом емісії звичайних іпотечних облігацій вимог до іпотечного покриття та/або його характеристик без порушення виконання зобов'язань перед власниками звичайних іпотечних облігацій [21].

Однак більш загальновизнаним є розуміння технічного дефолту, згідно з яким це ситуація, при якій позичальник порушив договір позики, не здійснивши черговий платіж держателю боргу, але фізично він цей договір виконувати може і у нього є кошти для виплати боргу [22].

Натомість в чинному законодавстві відсутнє визначення технічного

дефолту за облігаціями. Фактично це було зроблено з метою чіткого розмежування поняття дефолт та банкрутство. В аспекті цього питання, можна додати, що особливістю банкрутства є ліквідація боржника, своєю чергою дефолт не завжди означає ліквідацію емітента.

Зауважимо, що у правовідносинах банкрутства мова йде про не здатність виконати боржником усіх своїх зобов'язань, своєю чергою дефолт стосується лише конкретного випуску облігацій та не поширюється на інші зобов'язання емітента як за облігаціями, так і звичайними договірними чи податковими зобов'язаннями.

При настанні принаймні однієї із обставин, яка веде до дефолту емітент зобов'язаний повідомити про це адміністратора (а за його відсутності збори власників облігацій чи власників облігацій безпосередньо). Однак, законодавство не містить відповідальності за невиконання емітентом цього обов'язку, натомість законодавець встановив, що адміністратор повідомляє власників облігацій чи збори облігацій про обставини, які свідчать про дефолт емітента.

Після того як адміністратор повідомив власників облігацій про дефолт емітента, власники облігацій, які в сукупності володіють 25 та більше відсотків усіх облігацій відповідного випуску мають право самостійно, без скликання зборів власників облігацій пред'явити вимогу про дострокове погашення облігацій.

Однак, попри те, що законодавець прибрав із національного законодавства поняття технічний дефолт, він залишив можливість емітенту продовжити виконувати свої зобов'язання попри настання обставин, які свідчать про дефолт емітента. В такому випадку власники облігацій можуть прийняти рішення про відмову від вимоги про дострокове погашення облігацій. Через свою важливість для прийняття такого рішення збори власників облігацій повинні набрати понад 75 відсотків голосів від усіх власників облігацій відповідного випуску.

Водночас постає питання того, що собою являє відмова від дострокового

погашення облігацій – остаточне рішення власників облігацій, що позбавляє їх права надалі вимагати дострокове погашення при настанні не технічного, а повного дефолту? Чи все ж йде мова про відтермінування рішення власників облігацій про дострокове погашення облігацій, які можуть необґрунтовано боятися невиконання емітентом своїх зобов'язань перед ними?

Відповідно до частини 5 статті 113 Закону про ринки капіталу не передбачено жодних обмежень, які б не дозволили власникам облігацій звернутися з вимогою про дострокове погашення облігацій, тому відмову власників облігацій від дострокового виконання зобов'язань варто трактувати, як відмову від дострокового погашення зобов'язань в конкретний момент часу, що ніяк не впливає на можливість власників облігацій звернутися з тією ж вимогою повторно.

Згідно з частиною 6 статті 113 Закону про ринки капіталу при виникненні дефолту емітента адміністратор з метою захисту інтересів власників облігацій вчиняє наступні дії:

1) негайно, але в будь-якому разі не пізніше ніж протягом трьох робочих днів направляє вимогу про дострокове погашення облігацій емітенту, особам, які надають забезпечення за облігаціями;

2) у той самий день інформує через депозитарну систему України всіх власників облігацій відповідного випуску облігацій про пред'явлення вимоги;

3) вживає заходів до примусового стягнення заборгованості з емітента та/або осіб, які надають забезпечення за облігаціями, у тому числі заходів, передбачених частиною першою статті 121 цього Закону;

4) вживає інших заходів, спрямованих на захист прав та інтересів власників облігацій, передбачених цим Законом, нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, проспектом (рішенням про емісію), договором про призначення адміністратора.

При прийнятті рішення про дострокове погашення облігацій до правовідносин пов'язаних з безпосереднім виконання обов'язків емітента

(виплатою грошей) застосовуються норми, які регулюють питання погашення облігацій та відповідні норми ЦК України, та Закону України «Про депозитарну систему України». Окрім цього, законодавець не врегулював питання черговості задоволення вимог у випадку дострокового погашення облігацій. Логіка цього рішення полягає у тому, що дефолт проявляється у невиконанні одного боргового зобов'язання перед великою кількістю кредиторів, і не зачіпає інтересів інших осіб, а тому не доводиться говорити про наявність різної черговості, через те, що усі кредитори є рівними у своїх правах.

Попри свою відмінність від банкрутства дефолт має своєрідну пов'язаність, оскільки законодавцем встановлюється, що однією із підстав визнання дефолту емітента є відкриття проти нього провадження у справі про банкрутство. Оскільки за настання обставин, за яких емітент не здатний виконати вимоги власників облігацій пов'язанні із достроковим погашенням облігацій в строк визначений проспектом/рішенням про емісію та свої зобов'язання перед іншими кредиторами, включно з вимогами власників облігацій інших випусків. Лише тоді до регулювання правовідносин можуть застосовуватися процедури передбачені Кодексом України з процедур банкрутства.

Відповідно до частини 1 статті 6 Кодексу України з процедур банкрутства, щодо боржника - юридичної особи застосовуються такі судові процедури:

- розпорядження майном боржника;
- санація боржника;
- ліквідація банкрута [23].

Виконання вимог власників облігацій про дострокове погашення облігацій при настанні дефолту здійснюється в загальному порядку через депозитарну систему, шляхом розподілу коштів між всіма власниками облігацій пропорційно до номінальної вартості непогашених облігацій – пункт 2 частини 2 статті 122 Закону про ринки капіталу.

Висновки до розділу 2:

1. Існування облігацій проявляється в межах кількох стадій, серед яких дві обов'язкові: емісія та погашення, і факультативна – обіг. Попри свою факультативність, обіг часто застосовується та становить.

2. Основною метою емісії за своєю суттю є саме розміщення. Попри це для реалізації наступного етапу – обігу, для власників облігацій важливо аби емітент здійснив реєстрацію випуску.

3. Основними суб'єктами, які беруть участь під час розміщення облігацій та при вчиненні і виконанні правочинів предметом яких є облігацій на етапі їх обігу, окрім емітента та власників облігацій є:

- Депозитарій – Центральний депозитарій цінних паперів (ПАТ «НДУ»), НБУ, депозитарні установи;
- Оператор організованого ринку;
- Торгівці фінансовими інструментами – інвестиційні фірми, що отримали ліцензії на брокерську, субброкерську або дилерську діяльність (в контексті державних облігацій – первинні дилери).

Також важливу роль часто відіграють інвестиційні фірми, що отримали ліцензію на андеррайтерську діяльність, діяльність з розміщення цінних паперів з гарантією або без гарантії.

Кожний із цих суб'єктів уповноважених на здійснення окремих видів діяльності, водночас законодавством дозволяється поєднувати окремі з цих видів професійної діяльності на ринку капіталів.

4. Власники облігацій можуть здійснювати свої права та захищати свої інтереси як самостійно так і через Збори власників облігацій, які уповноважені здійснювати контроль за діяльністю емітента, аби захиститися від потенційних недобросовісних чи прямо протиправних дій емітента, які б шкодили інтересам власників облігацій.

Адміністратор за випуском облігацій виступає в ролі представника усіх власників облігацій та реалізує прийняті на Зборах власників облігацій рішення та здійснює заходи необхідні для максимального захисту інтересів власників облігацій та запобігання вчинення емітентом дій, які можуть нашкодити інтересам власників облігацій, а також: виступає позивачем в цивільних, господарських та адміністративних справах, а також цивільним позивачем у кримінальних справах, окрім цього подає заяви про відкриття виконавчого провадження та про відкриття провадження у справі про банкрутство.

5. Погашення – це процес виконання емітентом усіх своїх зобов'язань за облігаціями. Погашення полягає у сплаті власникам облігацій повної номінальної вартості облігацій та усього доходу за ними. Погашення звичайних облігацій здійснюється через депозитарну систему України. Додатково може застосовуватися погашення шляхом зарахування однорідних вимог. Погашення цільових облігацій здійснюється шляхом виконання на користь власників облігацій певних дій (передача товару, об'єкту нерухомого майна, надання послуг, конвертація облігацій в акції).

6. Дострокове погашення облігацій здійснюється виключно у разі, якщо в проспекті емісії зазначено про таку можливість та встановлено порядок і умови його здійснення. Ініціатором дострокового погашення може бути як емітент так і власники облігацій, водночас законодавством передбачено різні наслідки здійснення такої вимоги.

7. Дефолтом є відмінним від банкрутства поняттям, яке позначає настання принаймні однієї з обставин, яка передбачена в проспекті/рішенні про розміщення облігацій або в законі, що за своєю суттю повідомляє власників облігацій про виникнення у емітента проблем із виконанням своїх зобов'язань. При настанні дефолту у власників облігацій виникає ряд прав, які покликанні забезпечити інтереси власників облігацій.

РОЗДІЛ III. Особливості правового регулювання окремих видів облігацій

3.1. Правове регулювання корпоративних та конвертованих облігацій

Відповідно до наданого законом визначення, корпоративні облігації – це іменні облігації, емітентом яких є юридична особа (крім міжнародної фінансової організації), що здійснює підприємницьку діяльність з метою одержання прибутку, а також інші юридичні особи у встановлених законом випадках (частина 1 статті 12 Закону про ринки капіталу).

Попри те, що корпоративні облігації відносяться за своєю суттю до ординарних облігацій, які не обмеженні ціллю їх випуску. Однак в законодавстві з метою захисту прав та законних інтересів власників облігацій (інвесторів) встановлено кілька заборон на використання облігацій. Так згідно з абзацом 8 пункту 49 Положення про порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу, забороняється використовувати облігації для (і) формування і поповнення статутного капіталу емітента, (ii) покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності, а також (iii) досягнення неправомірних переваг у конкуренції, яка відповідає ознакам грінвошингу, якщо планується емісія зелених облігацій.

Своєрідною особливістю корпоративних облігацій є те, хто саме може бути їх емітентом. Так виходячи із наведеного в Законі про ринки капіталу визначення корпоративних облігацій стає очевидним обмеженість суб'єктного складу. Так емітентом може бути лише та юридична особа, яка здійснює підприємницьку діяльність з метою отримання прибутку. Своєю чергою ні законом, ні підзаконними актами не надається окремих характеристик чи вимог до такої підприємницької діяльності. Натомість на організованому ринку діють свої вимоги до емітентів, які планують розміщувати свої цінні папери (зокрема та

приділяється окрема увага облігаціям) та бажають отримати допуск облігацій до торгів.

Зокрема в Правилах Акціонерного товариства «Фондова біржа ПФТС» йде мова про ряд вимог до юридичних осіб, які планують здійснити лістинг своїх цінних паперів. В пункту 5.2.2. Правил передбачено, що для лістингу облігацій підприємств на біржі емітент має відповідати наступним вимогам:

- емітент існує не менше двох років (крім емітента, який є дочірнім підприємством іншого емітента, цінні папери якого знаходяться у біржовому реєстрі);
- вартість чистих активів емітента та/або особи (осіб), яка (які) надає(ють) забезпечення виконання зобов'язань за випуском, становить не менше 300 000 000 грн;
- річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг емітента та/або особи (осіб), яка (які) надає(ють) забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за останній фінансовий рік становить не менше 300 000 000 грн (крім банків);
- відсутні збитки в емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за підсумками останнього фінансового року;
- відсутність дефолту;
- номінальна вартість серії випуску облігацій становить не менше 100 000 000 грн [24].

Законодавство в свою чергу не ставить таких вимог до емітентів, що робить випуск корпоративних облігацій відкритим фактично для усіх. Тобто, законодавство дозволяє здійснити емісію корпоративних облігацій суто на підставі формального зазначення в статуті товариства мети у вигляді отримання прибутку.

Проте, законодавство встановлює окреме застереження, яким дозволяє непідприємницьким юридичним особам здійснювати емісію корпоративних

облігацій, за умови, що про це прямо вказано в законодавстві.

Можливо це застереження було зроблено з метою надати державним компаніям можливість залучати кошти шляхом випуску облігацій. Однак, більшість великих українських державних компаній утворюється у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю, як приклад можна навести Акціонерне товариство «Українська оборонна промисловість» та Акціонерне товариство Національна акціонерна компанія «НАФТОГАЗ». Зокрема в постанові Кабінету міністрів України № 441 від 21.03.2023 Про утворення акціонерного товариства «Українська оборонна промисловість» передбачено, що Товариство може здійснювати емісію облігацій. Крім того, метою діяльності товариства є отримання прибутку.

Однак в аспекті непідприємницьких юридичних осіб, які можуть здійснювати емісію облігацій варто назвати **об'єднання підприємств**, які згідно з частиною 4 статті 118 Господарського кодексу України (далі – ГК України) є юридичними особами [25]. Мета діяльності таких об'єднань згідно із наданим законодавцем визначення полягає у координації їх виробничої, наукової та іншої діяльності для вирішення спільних економічних та соціальних завдань.

Окрім цього, з огляду на положення статті 123 ГК України, можна говорити про те, що такі об'єднання підприємств можуть володіти власним майном та коштами, які були передані йому учасниками об'єднання. Також воно має самостійний баланс, а відповідно до частини 4 цієї ж статті об'єднання підприємств не відповідає за зобов'язаннями його учасників, а підприємства-учасники не відповідають за зобов'язаннями об'єднання, якщо інше не передбачено установчим договором або статутом об'єднання.

До того ж якщо тлумачити саме визначення об'єднань підприємств наведене в частині 1 статті 118 ГК України, де говориться, що об'єднанням підприємств є господарська організація, утворена у складі двох або більше підприємств з метою координації їх виробничої, наукової та іншої діяльності **для вирішення спільних економічних та соціальних завдань**. Оскільки, основною

метою діяльності учасників об'єднання є одержання прибутку, то й мета об'єднання полягає у сприянні досягненні цієї мети. Виходячи з такого розширювального тлумачення норми, можна говорити про те, що об'єднання підприємств також можуть бути емітентами корпоративних облігацій.

Своєю чергою умовна участь непідприємницьких суб'єктів таких як громадські об'єднання чи об'єднання суб'єктів господарювання можлива за наявності в законодавстві прямої вказівки на це. Однак на практиці, для створення інвестиційної привабливості облігацій таких емітентів, таке рішення може вимагати від емітента залучити стороннього суб'єкта (гаранта), який забезпечить виконання таким емітентом своїх зобов'язань. Попри це, цим виключенням передбачено, що все ж таки будь-яка юридична особа (окрім держави та органів місцевого самоврядування) може розміщувати корпоративні облігації.

На підставі цього можна виділити наступні ознаки корпоративних облігацій, зокрема:

- 1) емісія здійснюється юридичними особами, які здійснюють підприємницьку діяльність (хоча законодавець розширює це й на інших суб'єктів);
- 2) є ординарним цінним папером, оскільки не передбачають реалізацію інфраструктурного чи «зеленого» проєкту. Однак, фактично законодавство не встановлює жодної заборони на реалізацію своєрідних інфраструктурних проєктів за рахунок коштів залучених через корпоративні облігації;
- 3) власниками можуть бути як фізичні, так і юридичні особи;
- 4) розміщення може здійснюватися як на організованому ринку, так і поза його межами.

В аспекті практичного ведення підприємницької діяльності часто можуть виникнути ситуації, коли у бізнесу виникають зобов'язання, виконання яких бажано було б відтермінувати. Законодавство України в межах емісії

корпоративних облігацій дозволяє бізнесу перевести свої зобов'язання у облігацій.

Емісія в даному разі здійснюється за наявності дозволу усіх кредиторів (кількість яких не може перевищувати 149 осіб), зобов'язання перед якими планується перевести в облігації.

Попри грошовий характер зобов'язань, які можуть переводитися в облігації, законодавець встановив обмеження у вигляді заборони переведення в облігації ті зобов'язання, які: 1) пов'язанні з виплатою заробітної плати, а також 2) зобов'язань щодо сплати єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування, податків і зборів (обов'язкових платежів).

Крім цього, згідно з пунктом 48 Порядку здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу, такі грошові зобов'язання включають в себе основне зобов'язання та / або відсотки нараховані за такими зобов'язаннями. Своєю чергою, емісія облігацій в такому випадку є погашенням зобов'язань боржника перед кредитором. Фактично ця норма відповідає визначенню новації як одного зі способів припинення зобов'язання. Так в частині 2 статті 604 ЦК України зобов'язання припиняється за домовленістю сторін про заміну первісного зобов'язання новим зобов'язанням між тими ж сторонами.

На відмінно від звичайних корпоративних облігацій розміщення облігацій здійснюється шляхом укладення між юридичною особою (емітентом) і його кредиторами (учасниками розміщення) договорів про заміну первісного зобов'язання зобов'язанням за облігаціями (новацією). У разі переведення грошових зобов'язань в облігації варто зауважити, що загальна номінальна вартість випуску облігацій має бути не більшою, ніж розмір зобов'язань юридичної особи, на переведення яких в облігації дали згоду його кредитори – пункт 48 Порядку здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу.

Важливо також розглянути корпоративні облігації в аспекті консолідації бізнесу або його продажу шляхом емісії конвертованих облігацій, які фактично можна розглядати як один з способів «Злиття та поглинання» (M&A – Mergers

and Acquisitions), оскільки власниками облігацій (в тому числі й конвертованих) можуть виступати юридичні особи, це є цікавим способом придбання бізнесу або отримання впливу в певну компанію. На додачу до цього можна зазначити, що конвертовані облігації є достатньо поширеним інструментом фінансування стартапів.

Подібно до конвертованих облігацій в Законі України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» передбачено один з інструментів продажу неплатоспроможного банку. Так в частині 3 статті 41 цього закону передбачено право ФГВФО здійснити додаткову емісію акції неплатоспроможного банку з подальшою конвертацією боргових вимог кредиторів банку у нові акції банку [26].

Також можна навести ще один приклад перетворення боргових зобов'язань у корпоративні права. Так у 2021 році законодавець започаткував нову форму придбання бізнесу. Подібно тому, як облігації перетворюються на акції, позика може перетворитися на частку в компанії на підставі договору з альтернативним зобов'язанням.

Відповідно до частини 1 статті 29 Закону України «Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні» суть цього правочину полягає у тому, що в договорі позики, укладеного між кредитором та резидентом Дія Сіті (товариством) як боржником, може бути передбачено, що на вимогу кредитора в якості виконання альтернативного зобов'язання боржник зобов'язаний прийняти кредитора до складу учасників боржника або збільшити розмір його частки у статутному капіталі (якщо кредитор є учасником боржника) та вважати відповідну суму позики додатковим вкладом кредитора для оплати частки у статутному капіталі боржника [27].

Особливостями цих інструментів є те, що договір з альтернативним зобов'язанням стосується лише резидента Дія Сіті, а конвертовані облігації випускають акціонерними товариства. Своєю чергою товариства з обмеженою чи додатковою відповідальністю не можуть випустити конвертовані облігації,

що обмежує кількість суб'єктів, які можуть скористатися таким інструментом. А коли йде мова про конвертацію позик банку у його акції, то варто розуміти, що існуватиме ряд вимог, яким буде змушений відповідати кредитор.

Також варто наголосити, що при емісії корпоративних облігацій акціонерним товариством, акціонер, який володіє простими акціями, має переважно право на придбання корпоративних облігацій такого товариства пропорційно до розміру його частки в товаристві (у відсотковому співвідношенні). В такому разі варто передбачити, що акціонери мають відповідне право, що потребуватиме передбачити в проспекті/рішенні про розміщення строк для реалізації власниками простих акцій такого переважного права.

Погашення корпоративних облігацій здійснюється за звичайних умов через депозитарну установу в порядку описаному в підрозділі 2.4. цієї роботи.

3.2. Інфраструктурні, цільові та іпотечні облігації. Правове регулювання та розмежування їх правової суті

Будівельна сфера є однією із сфер, яка потребує значного фінансування, не лише з огляду на війну та потребу задоволення житлом велику кількість людей, а й через те, що саме будівництво є тривалим процесом, який потребує залучення значних ресурсів.

Як вже зазначалося при емісії облігацій, емітент самостійно визначає який дохід отримає інвестор в результаті придбання облігацій. Натомість банківські кредити не дозволяють забудовнику бути таким гнучким та часто передбачають сплату не лише відсотків за користування грошима, а й різного роду комісій, розмір яких стає надмірним навантаженням для позичальника. Саме тому інфраструктурні облігації можуть стати в нагоді при реалізації різного виду інфраструктурних проєктів.

Загалом законодавець визначає інфраструктурні облигації – як облигації, проспект/рішення про емісію цінних паперів, яких передбачає використання залучених коштів виключно на фінансування будівництва (реконструкції) об'єктів інфраструктури або реалізації інфраструктурного проєкту чи окремого його етапу.

Звертаємо увагу на важливий елемент цієї конструкції, а саме на інфраструктурний проєкт, який згідно зі частиною 2 статті 17 Закону про ринки капіталу означає проєкт будівництва (реконструкції, ремонту) об'єктів у сферах транспортної інфраструктури (доріг, мостів, переправ тощо) та газопроводів, у сферах соціально-культурного призначення (об'єктів охорони здоров'я, освіти, соціального призначення) та/або житлово-комунального господарства (водопровідних та каналізаційних споруд, систем тепло- та енергопостачання тощо).

Наведені законом сфери не передбачають будівництво житлових будинків, а лише ті об'єкти які пов'язанні із:

- 1) Транспортною інфраструктурою;
- 2) Газопроводами;
- 3) Соціально-культурні об'єкти, та
- 4) Житлово-комунальне господарство.

Своєю чергою питання залучення грошей для будівництва житлових будинків регулюється не нормами про інфраструктурні облигації, а через призму цільових корпоративних облигацій, погашення яких здійснюється шляхом передачі об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва (далі – цільові житлові облигації) – стаття 13 Закону про ринки капіталу. Тож варто бути уважним на етапах підготовки до емісії для правильної кваліфікації проєкту, аби уникнути негативних наслідків, які виникнуть у разі нецільового використання коштів, які були залученні в наслідок розміщення інфраструктурних облигацій.

На відмінно від корпоративних облигацій, де емітентом може бути лише юридична особа, яка веде підприємницьку діяльність з метою отримання

прибутку, законодавець надав вичерпний перелік тих суб'єктів, які можуть здійснити емісію корпоративних облігацій. Так, згідно з частиною 3 статті 17 Закону про ринки капіталу емітентом інфраструктурних облігацій можуть бути:

- Рада міністрів Автономної Республіки Крим або територіальна громада в особі представницького органу місцевого самоврядування, за умови прийняття рішення про реалізацію інфраструктурного проєкту, - з дати набрання чинності таким рішенням;
- держава Україна в особі уповноважених органів, за умови прийняття рішення про реалізацію інфраструктурного проєкту або державної цільової програми здійснення інвестицій в об'єкти інфраструктури, - з дати набрання чинності таким рішенням;
- юридична особа приватного права, у тому числі за проєктами, що реалізуються відповідно до договору державно-приватного партнерства;
- спеціалізована установа, утворена Кабінетом Міністрів України чи іншим спеціально уповноваженим органом, - у порядку, визначеному законом;
- міжнародна фінансова організація.

Як видно з цього переліку, тепер до емітентів не ставиться вимога здійснення підприємницької діяльності із метою отримання прибутку. В першу чергу це пов'язане із способами погашення інфраструктурних облігацій, про що мова йтиме далі. Однак спершу можемо зазначити, що з огляду на цю норму можна говорити, що можливість залучення фінансування через емісію корпоративних облігацій керуючими компаніями індустріальних парків. Хоч прямо про це не зазначено в Законі України «Про індустріальні парки», однак, проаналізувавши наведену вище норму можна дійти саме до такого висновку. Це дасть змогу індустріальним паркам реалізовувати їх проєкти як за допомогою державного стимулювання, так і самостійно.

Для інфраструктурних облігацій характерною гнучкістю погашення

облігацій. Закон про ринки капіталу та Порядок емісії корпоративних облігацій та їх обігу не встановлюють вимог до способу погашення таких облігацій, однак на підставі частини 9 статті 17 Закону про ринки капіталу, де вказано, що рішенням про емісію облігацій або проспектом облігацій визначаються джерела погашення інфраструктурних облігацій та виплати доходів за ними, включаючи частину надходжень (за наявності) від зданого в експлуатацію об'єкта інфраструктури, ми можемо зробити висновок про те, що емітент в рішенні про емісію самостійно встановлює спосіб погашення. Для загального окреслення варіативності способів погашення інфраструктурних облігацій варто звернутися до іноземного досвіду, зокрема якщо брати досвід Сполучених Штатів, то можна говорити про два основні варіанти погашення подібних облігацій:

- 1) **облігації, що забезпечені доходами проєкту (revenue bonds)**. Вони випускаються з огляду на доходи від реалізованих муніципалітетами проєктів, які передбачають будівництво або модернізацію об'єктів інфраструктури. Джерелом виплати боргу в даному разі служать платежі споживачів суспільних благ, наприклад за користування комунальними послугами, водою, електрикою або це може бути плата за користування дорогами, автостоянками тощо.
- 2) **облігації загального покриття (general obligation bonds)** – забезпечуються гарантією органів місцевого самоврядування чи владою штатів. Отже, муніципальний емітент може виплачувати відсотки і номінал, використовуючи будь-яке доступне йому джерело доходу, наприклад податкові надходження, збори або випуск нових цінних паперів [28].

Попри те, що наведенні вище способи погашення інфраструктурних облігацій на прикладі США, відносяться до муніципальних облігацій, ці способи все одно можуть бути цікавими з огляду на те, чи є проєкт, який планується реалізовувати таким, що буде самостійно приносити дохід. У цьому разі найкращим способом погашення для емітента буде емісія облігацій,

забезпечених доходами проєкту. Саме тому, законодавець дозволяє розміщувати інфраструктурні облигації тим суб'єктам, які не здійснюють підприємницьку діяльність з метою отримання прибутку. Оскільки в такому випадку, дохід від реалізованого проєкту дозволить погашати зобов'язання перед власниками облигацій.

Своєю чергою якщо індустріальний проєкт не має на меті принесення доходів, емітенту варто об'єктивно оцінити власні спроможності погасити облигації. У випадку, якщо емітенту самотійно це буде складно зробити, варто звернутися до інших юридичних осіб, які будуть готові забезпечити виконання зобов'язань перед власниками інфраструктурних облигацій.

Однак через наявну в законодавстві диспозитивність, емітенти самотійно обирають який з способів погашення, для них, в конкретних умовах, буде найкращим.

Проте, варто звернути увагу на те, що в законодавстві встановлено кілька застережень, яких зобов'язаний дотримуватися емітент інфраструктурних облигацій. Зокрема емітент:

- не має права вчиняти будь-які дії, наслідком яких може бути дострокове припинення, скасування або інша втрата прав на інфраструктурний проєкт, а також обтяження таких прав – частина 4 статті 17 Закону про ринки капіталу;
- несе відповідальність за нецільове використання коштів, які були залученні з метою реалізації інфраструктурного проєкту – частина 6 статті 17 Закону про ринки капіталу.

Проте звернемо увагу на те, що хоч законодавством і встановлено відповідні заборони, однак чітких санкцій за порушення цих норм не встановлено, що не забезпечує належного рівня правової визначеності, а це в свою чергу суперечить принципу верховенства права. Окрім цього, у разі нецільового використання коштів, залучених від розміщення інфраструктурних облигацій збори власників облигацій мають право вимагати дострокового

погашення облігацій, про що ми будемо детальніше розповідати в наступному розділі також НКЦПФР у разі встановлення факту неодноразового нецільового використання коштів може зупинити розміщення облігацій, а в подальшому при підтвердженні факту неодноразового грубого порушення прав власників облігацій – визнати емісію облігацій недійсною. А для посадових осіб емітентів порушення цих заборон може бути підставою для притягнення до кримінальної відповідальності, у тих випадках, коли інвестором виступає держава, і фінансування здійснюється за кошти державного або ж місцевого бюджету (усе це стосується і земельних облігацій).

Однак не лише інфраструктурні облігації пов'язані фінансуванням проектів пов'язаних з нерухомістю. На відмінно від інфраструктурних облігацій, цільові житлові облігації зосереджуються на акумулюванні грошей для реалізації проектів пов'язаних із будівництвом житлової нерухомості. Попри свою своєрідну подібність, цільові житлові облігації мають особливу правову природу, оскільки їх погашення здійснюється шляхом передачі житлової нерухомості у власність власника облігацій, також й тим, що таке погашення здійснюється шляхом укладення нотаріального договору про резервування (бронювання) об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва.

На підставі пункту 3 частини 1 статті 6 Закону України «Про гарантування речових прав на об'єкти нерухомого майна, які будуть споруджені в майбутньому» (далі – Закон про гарантування речових прав) до такого договору застосовуються вимоги щодо договору купівлі-продажу неподільного об'єкта незавершеного будівництва/майбутнього об'єкта нерухомості (перший продаж), крім пункту 19 частини другої статті 13 Закону про гарантування речових прав [29].

Стаття 13 цього закону передбачає визначення такого договору, права та обов'язки сторін, а також встановлює істотні умови договору, відсутність яких тягтиме за собою нікчемність правочину та відповідні правові наслідки.

Окремої уваги заслугоує питання правового регулювання укладення

правочині про відчуження речових прав на об'єкт незавершеного будівництва. Так, відповідно до частини першої статті 14 Закону про гарантування речових прав, власник спеціального майнового права на неподільний об'єкт незавершеного будівництва/майбутній об'єкт нерухомості має право відчужити такий об'єкт іншій особі (особам) за згодою замовника будівництва та/або девелопера будівництва, та/або управителя фонду фінансування будівництва або без такої згоди, з огляду на те, чи повністю сплачено ціну об'єкта незавершеного будівництва.

Оскільки, перехід прав за облігаціями відбувається після повної оплати їх вартості, то в такому випадку, ми маємо говорити про те, що власник цільових житлових облігацій може відчужувати облігації, а разом з ним і свої майнові права на об'єкт незавершеного будівництва іншим особам без згоди замовника будівництва та/або девелопера будівництва, та/або управителя фонду фінансування будівництва. Але таке відчуження потребує обов'язкового нотаріального посвідчення.

Також цікавою особливістю, яка притаманна виключно цільовим житловим облігаціям є те, що в процесі погашення зобов'язань за ними, такий суб'єкт як депозитарна установа не бере жодної участі, окрім як обліку самих облігацій на рахунках власника облігацій. Погашення здійснюється шляхом безпосередньої передачі емітентом інвестору готового об'єкта житлової нерухомості (його частини) відповідно до умов договору.

Іпотечні облігації можуть здаватися чимось подібним до інфраструктурних облігацій чи цільових житлових облігацій, але це зовсім не так. Правова природа іпотечних облігацій розкрита у Законі України «Про іпотечні облігації». Своєю чергою Закон про ринки капіталу не розкриває їх суті, лише побіжно згадуючи про їх існування в аспекті забезпечених облігацій.

Забезпеченні облігації, саме такою може бути лаконічна характеристика іпотечних облігацій. Відповідно до визначення іпотечних облігацій наданого в частині 1 статті 3 Закону України «Про іпотечні облігації» де говориться, що це

облігації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям. Звернемо увагу, що для цього виду облігацій забезпечення є обов'язковим, для інших видів облігацій це є добровільним. Однак іпотечні облігації мають багатий зміст та особливості, які відрізняють їх від усіх інших видів облігацій. Зокрема, цікавими є різновиди іпотечних облігацій.

В аспекті питання співвідношення та розмежування звичайних та структурованих іпотечних облігацій варто звернути увагу на тих суб'єктів, які можуть бути їх емітентами.

Емітентом звичайних іпотечних облігацій, може бути іпотечний кредитор. Згідно із наданим законом визначенням – це будь-яка фінансова установа, яка має право надавати кредити (позики), виконання зобов'язань боржників за якими забезпечене іпотекою, та/або яка набула право вимоги за забезпеченими іпотекою кредитами (позиками) від інших осіб – пункту 7 частини 1 статті 2 Закону України «Про іпотечні облігації».

Відповідно до положень статті 4 Закону України «Про іпотечні облігації» до емітента структурованих іпотечних облігацій можна відносити виключно СІУ, під якою розуміють - це фінансова установа, виключним видом діяльності якої є придбання іпотечних активів (їх продаж у випадках, передбачених цим Законом і проспектом (рішенням про емісію)) та випуск структурованих іпотечних облігацій у порядку, встановленому цим Законом.

Своєю чергою до СІУ не встановлено вимог щодо отримання відповідних дозволів, як це вимагається від емітентів звичайних іпотечних облігацій, які мають отримати відповідну ліцензію, згідно з положеннями пункту 1 частини 1 статті 29 Закону України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» [30].

Крім того, ці суб'єкти відрізняються межами власної відповідальності у випадку не погашення іпотечних облігацій. В такому разі іпотечний кредитор буде нести відповідальність іпотечним покриттям та всім належним йому майном, на яке може бути здійснення стягнення. Натомість СІУ відповідає виключно в межах свого іпотечного покриття.

З огляду на це, постає питання щодо того, що собою являє іпотечне покриття, та що до нього входить.

Відповідно до наданого законодавцем визначення, іпотечне покриття – це іпотечні активи, якими гарантується/забезпечується виконання зобов'язань емітентом. Відповідно до пункту 6 частини 1 статті 2 Закону України «Про іпотечні облігації» такими активами є право вимоги за забезпеченим іпотекою грошовим зобов'язанням боржника. Фактично, іпотечне покриття, це пул дебіторських зобов'язань емітента (сукупність іпотечних договорів), якими він готовий гарантувати виконання своїх позикових зобов'язань перед інвесторами, які виникають в наслідок емісії облігацій.

Як приклад можна навести наступну гіпотетичну ситуацію: фінансова установа (до прикладу банк) видає кредити населенню, які забезпечені іпотекою. В той самий час, банк вирішив здійснити емісію облігацій для видачі нових кредитів, або реалізації інших цілей. В рішенні про емісію облігацій, банк вказує, що планує залучити 1 млрд гривень. Банк в ході своєї звичайної бізнес-діяльності видав іпотечні кредити на суму в 800 млн гривень. Саме ці 800 млн гривень і будуть тим іпотечним покриттям, яке дозволить банку забезпечити виконання своїх зобов'язань перед інвесторами.

Проте варто зазначити, що законодавство передбачає вимоги до іпотечних активів, які планується залучити як іпотечне покриття. Так в частині 2 статті 7 Закону України «Про іпотечні облігації» передбачено не вичерпний перелік критеріїв, яким має відповідати іпотечний актив.

Для звичайних іпотечних облігацій характерним є встановлене законодавцем обмеження, відповідно до якого, іпотечне покриття не можуть включатися іпотечні активи, зобов'язання боржників за якими забезпечені іпотекою об'єктів незавершеного будівництва або іпотекою майнових прав – частина 2 статті 13 Закону України «Про іпотечні облігації».

Законодавець також встановив вимоги до складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій. Так іпотечне покриття має включати в себе не

менше 85 відсотків зобов'язань забезпечених іпотекою житлових приміщень. Своєю чергою основна сума боргу за іпотечними активами, предметом іпотеки за якими є нерухомість нежилого призначення та які включені до складу іпотечного покриття, не повинна перевищувати 60 відсотків від оціночної вартості предмета іпотеки – абзац третій частини 1 статті 13 Закону України «Про іпотечні облігації». Варто зазначити, що при емісії звичайних іпотечних облігацій емітент відповідає не лише тим іпотечним покриттям, яке вирішив виділити, а й всім іншим своїм майном, на яке відповідно до законодавства може бути звернено стягнення.

Своєю чергою спеціалізовані іпотечні облігації не обмежені у формуванні іпотечного покриття із різних джерел, зокрема із зобов'язань забезпечених іпотекою об'єктів незавершеного будівництва або іпотекою майнових прав на нерухоме майно.

Крім цього, до стягнення іпотечного покриття у разі оголошення емітентом банкрутства має свої особливості, Так згідно з частиною 3 статті 17-1 Закону України «Про іпотечні облігації»:

«Активи, включені до складу іпотечного покриття, не включаються до ліквідаційної маси емітента звичайних іпотечних облігацій. На активи, включені до складу іпотечного покриття, не може бути накладено арешт. До повного виконання зобов'язань емітента звичайних іпотечних облігацій, що забезпечуються перед їх власниками іпотечним покриттям за відповідним випуском таких облігацій, інші особи не мають права пред'являти вимоги на іпотечне покриття, звертати стягнення чи іншим чином обтяжувати іпотечне покриття».

Це дозволяє емітенту планувати та використовувати іпотечні облігації в різних стратегічних та тактичних цілях.

Натомість структуровані іпотечні облігації забезпечуються єдиним на кілька (двоє чи більше) іпотечним покриттям, тому, при банкрутстві чи дефолті

емітента варто мати це на увазі те, що на іпотечне покриття можуть претендувати власники облігацій інших випусків.

Звертаємо увагу на те, що оскільки іпотечне покриття це кредити/позики, які забезпеченні іпотекою, яка є динамічним явищем. Для контролю за усією ситуацією, управління іпотечним покриттям здійснює обслуговуюча установа. Обслуговуючою установою може бути банк або інша фінансова установа, які відповідно до законодавства мають право виконувати такі операції:

- 1) приймання від боржників платежів за забезпеченими іпотекою зобов'язаннями та їх облік (ведення реєстру платежів);
- 2) контроль за додержанням боржниками умов кредитних та іпотечних договорів;
- 3) контроль за станом предметів іпотеки та їх збереженням;
- 4) пред'явлення боржникам вимог щодо виконання ними забезпечених іпотекою зобов'язань;
- 5) здійснення заходів із звернення стягнення на предмет іпотеки в разі порушення боржниками умов забезпечених іпотекою зобов'язань;
- 6) реалізація інших прав та виконання обов'язків іпотекодержателя відповідно до кредитних та іпотечних договорів і договору про обслуговування іпотечного покриття (частина 1 статті 9 Закону України «Про іпотечні облігації»).

Для структурованих облігацій обов'язково необхідно мати договори про управління іпотечним покриттям. В структурованих іпотечних облігаціях саме управитель веде реєстр іпотечного покриття.

Іпотечні облігації можна підсумувати як цікавий інструмент, законодавчі вимоги до емісії та погашення якого дозволяють говорити як про надійний інструмент для інвестування. Своєю чергою, ці ж законодавчі приписи ставлять перед емітентом питання, які йому необхідно взяти до уваги при емісії іпотечних облігацій.

3.3. Зелені облігації

У світі, який насолоджується останніми променями безпечного та здорового світу, проекти, які мають своєю метою покращення негативних тенденцій кліматичного занепаду планети варті уваги з боку інвесторів.

Зелені облігації спрямовані на реалізацію саме таких ініціатив, чим заслужили увагу законодавців та були виділенні в окремий різновид облігацій.

Загалом законодавче визначення зелених облігацій прив'язане в першу чергу до проекту екологічного спрямування, на реалізацію якого і здійснюється випуск облігацій.

В частині другій статті 18 Закону про ринки капіталу надано наступне визначення проекту екологічного спрямування – це проект у сфері альтернативної енергетики, енергоефективності, мінімізації утворення, утилізації та переробки відходів, впровадження екологічно чистого транспорту, органічного землеробства, збереження флори і фауни, водних і земельних ресурсів, адаптації до змін клімату, а також інший проект, спрямований на захист навколишнього природного середовища, впровадження екологічних стандартів, скорочення викидів у навколишнє природне середовище.

Окрім цього, визначення Комісія додає додаткові критерії до такого проекту. Зокрема, проект екологічного спрямування має бути спрямованим на досягнення принаймні одній такі цілі:

- пом'якшення зміни клімату;
- адаптація до зміни клімату;
- стале використання та охорона водних і морських ресурсів;
- перехід до економіки замкненого циклу (циркулярної / кругової) економіки;
- запобігання та контроль за забрудненням;
- охорона та відновлення біорізноманіття та екосистем (абзац другий пункту 35 Порядку здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу).

Для забезпечення контролю за відповідністю проєкту екологічного спрямування/проспекту емісії/рішення про емісію відповідним екологічним цілям та для запобігання недобросовісної практики грінвошингу, згаданої раніше, законодавець передбачив обов'язкову процедуру верифікації проєктів екологічного спрямування.

Відповідно до пункту 2 Порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу під верифікацією розуміється:

«незалежна перевірка верифікатором технічних, фінансових та інших показників проєкту екологічного спрямування на відповідність вимогам, передбаченим цим Положенням та на відповідність таксономії, яка визнається Міжнародною асоціацією ринків капіталу (International Capital Markets Association) (далі - ICMA) або Міжнародною некомерційною організацією «Ініціатива кліматичних облігацій» (Climate Bonds Initiative) (далі - CBI) на вибір емітента зелених облігацій, включаючи відповідність екологічним цілям та відсутність ознак грінвошингу, за результатами якої верифікатором надається звіт».

Тобто, основною метою верифікації є перевірка проєкту на відсутність ознак грінвошингу. Нагадаємо, що за своєю суттю грінвошинг (greenwashing) – це недобросовісний маркетинг, видання бажаного за дійсне шляхом надання облігаціям статусу зелених для покращення екологічної репутації емітента, створення іміджу емітента як екологічно-орієнтованого з метою збільшення продажу його облігацій, отримання політичної підтримки [31].

Переходячи до аналізу процедурних питань розміщення зелених облігацій та їх обігу, звернемо увагу на те, що при емісії зелених облігацій емітенту необхідно провести підготовчі дії, які в першу чергу зосереджуються на розробці проєкту екологічного спрямування, обранні верифікатора та отриманні позитивного висновку верифікатора. Лише після отримання позитивного

верифікатора, для емітента стає відкритою можливістю емісії зелених облігацій.

Верифікатор перевіряє проєкт на відповідність таксономії, яка собою являє систему критеріїв «зеленості». Загалом прикладами такої таксономії є The Green Bond Principals (далі – Принципи зелених облігацій), які визначають критерії та різновиди зелених облігацій, а також найкращі міжнародні практики та рекомендації для емітентів, що мають своєю метою, сприяти більшій залученості ринків капіталу та їх учасників до фінансування зелених проєктів.

Проте, зауважимо, що емітент самостійно обирає верифікатора. З одного боку можуть виникнути сумніви щодо неупередженості верифікатора, однак для вирішення цього потенційного корупційного ризику, законодавець встановив процедуру акредитації верифікаторів, а також прямо заборонив емітентам зелених облігацій затверджувати кандидатуру верифікатора у разі:

- формального прямого та/або опосередкованого володіння емітентом зелених облігацій самостійно чи спільно з іншими особами часткою статутного капіталу та / або правом голосу акцій (часток) юридичної особи верифікатора;
- формального прямого та/або опосередкованого володіння верифікатором самостійно чи спільно з іншими особами часткою статутного капіталу та/або правом голосу акцій (часток) емітента зелених облігацій;
- наявності у верифікатора особистих майнових інтересів в емітента зелених облігацій;
- відсутності незалежності або неможливості забезпечити незалежність верифікатора від будь-якого впливу на його діяльність;
- відсутності у такого верифікатора належної кваліфікації для проведення верифікації з забезпеченням професійності та об'єктивності;
- існування або можливості виникнення у верифікатора конфлікту інтересів у ході здійснення верифікації (пункт 36 Порядку здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу).

Загалом, як правильно підсумовує Оленюк А.А. в своєму дослідженні, законодавцем в Законі про ринки капіталу було закріплено особливе правове

регулювання зелених облігацій, зокрема:

1) визначено поняття «зелені облігації» та «проекти екологічного спрямування»;

2) закріплено невичерпний перелік економічних сфер, у яких можуть реалізовуватись проекти екологічного спрямування (проекти у сфері альтернативної енергетики, енергоефективності, мінімізації утворення, утилізації та переробки відходів та ін.);

3) визначено перелік категорій суб'єктів права, які мають право здійснювати емісію зелених облігацій;

4) встановлено, що порядок відбору та супроводження проектів екологічного спрямування, які фінансуються за кошти державного і місцевих бюджетів, повинен бути розроблений та затверджений Кабінетом Міністрів України; передбачено заборону на вчинення будь-яких дій, наслідком яких може бути дострокове припинення, скасування або інша втрата прав на проект екологічного спрямування та/або їх обтяження;

5) передбачено обов'язок особи, що реалізує або фінансує проект екологічного спрямування, забезпечити цільове використання надходжень, що будуть залучені від інвесторів на фінансування та/або рефінансування витрат проекту екологічного спрямування;

б) закріплено додаткові вимоги до змісту рішення про емісію облігацій або проспекту облігацій, що готуються емітентами, в частині включення опису проекту, його техніко-економічних параметрів, строку реалізації, процедури оцінки та відбору проектів для фінансування (якщо застосовується), розрахунку екологічного ефекту, що очікується від реалізації проекту;

7) встановлено обов'язок емітента зелених облігацій розкривати в річній інформації відомості про поточний стан реалізації проекту екологічного спрямування, а також обсяг коштів, залучених за рахунок емісії зелених облігацій, та обсяг фактично використаних коштів для реалізації або фінансування проекту екологічного спрямування;

8) передбачено, що рішення про емісію облігацій або проспект облігацій може передбачати вид джерела погашення зелених облігацій та виплати доходів за ними (наприклад, надходження від зданого в експлуатацію об'єкта, фінансування або реалізацію якого здійснено за рахунок коштів, залучених від розміщення зелених облігацій) [32].

Окрім цього, зі свого боку можемо додати про те, що оскільки законодавцем не визначено чітких вимог до емітента, окрім поділу їх на дві групи: 1) ті, хто реалізує «зелений» проєкт, та ті 2) хто фінансує «зелений» проєкт. Попри наведений у законодавстві переліку суб'єктів, які можуть здійснювати емісії зелених облігацій, законодавець залишає простір для роздумів та широкого тлумачення норм. Так ми можемо говорити про те, що емітентом зелених облігацій, на відмінно від корпоративних облігацій, може бути як юридична особа приватного права, яка як має на меті отримання прибутку, оскільки положення частини 3 статті 18 Закону про ринки капіталу закріплює юридичні особи приватного права одними із можливих емітентів зелених облігацій. Якщо брати до уваги зміст частини 2 статті 81 ЦК України, то ключовою ознакою, яка характеризує юридичну особу приватного права є те, що вона створюється на підставі установчих документів.

Своєю чергою громадські організації створюються та діють на підставі статуту (стаття 13 Закону України «Про громадські об'єднання» [33]), тому це дає підстави вважати, що законодавець розширив перелік потенційних емітентів на тих юридичних осіб, які не мають на меті отримання прибутку, що може створювати проблеми із погашенням зелених облігацій.

Так відповідно до частини 10 статті 18 Закону про ринки капіталу передбачено, що в рішенні про емісію облігацій або проспект облігацій може передбачати, що джерелами погашення зелених облігацій та виплати доходів за ними є **надходження (за наявності) від зданого в експлуатацію об'єкта, фінансування або реалізацію якого здійснено коштами залученими від розміщення зелених облігацій** (подібно до тієї схеми, яка притаманна

інфраструктурним облігаціям), а також інші надходження, передбачені рішенням про емісію облігацій або проспектом облігацій.

Законом про ринки капіталу не надано типізації зелених облігацій, однак якщо дослідити зміст Принципів зелених облігацій створених Міжнародною асоціацією ринків капіталу (ІСМА) можна виявити 4 типи зелених облігацій. Так в Принципах зелених облігацій серед зелених облігацій виділяють такі їх різновиди, з точки зору погашення зобов'язань за ними:

- **Стандартна зелена облігація для фінансування цільових витрат:** незабезпечене боргове зобов'язання з повним правом вимоги лише до емітента, яке відповідає GBP.

- **Зелена облігація, прив'язана до доходів:** боргове зобов'язання без права регресу до емітента, що відповідає GBP, у якому кредитний ризик пов'язаний із закладеними грошовими потоками (дохідні надходження, збори, податки тощо), а отримані кошти спрямовуються на пов'язані або непов'язані зелені проєкти.

- **Зелена проєктна облігація:** облігація, випущена для фінансування одного або кількох зелених проєктів, при цьому інвестор безпосередньо несе ризику, пов'язані з проєктами, з можливістю або без можливості регресу до емітента, і така облігація відповідає GBP.

- **Забезпечена зелена облігація:** забезпечена облігація, чисті доходи від якої будуть виключно використані для фінансування або рефінансування:

- i. **Зелених проєктів, що є забезпеченням для цієї конкретної облігації** (так звана "Забезпечена зелена заставна облігація" – *Secured Green Collateral Bond*);

або

- ii. **Зелених проєктів емітента, організатора або спонсора**, причому ці проєкти можуть або не можуть повністю чи частково слугувати забезпеченням конкретної облігації (так звана "Стандартна забезпечена зелена облігація" – *Secured Green Standard Bond*). Така облігація може бути

окремим класом або траншем у більшій фінансовій угоді [34, с.8].

В аспекті цього питання також можна поставити цікаве питання, а чи може здійснюватися погашення зелених облігацій за рахунок акцій чи часток в статутному капіталі товариства, яке створене або буде створене для реалізації проекту екологічного спрямування, у тих випадках, коли емітент зелених облігацій є непідприємницьким суб'єктом? А також питання щодо того, чи поширюватиметься в даному випадку на зелені облігації положення законодавства, які регулюють питання погашення «зелених» конвертованих облігацій?

Відповідаючи на це питання, варто зазначити перше і найголовніше, що облігації загалом, а зелені в тому числі не можна використовуватися для сплати внеску в статутний капітал, тому тут мова йтиме в більшій мірі про ті товариства, які створені емітентом зелених облігацій, так би мовити «за власний рахунок». Крім того, варто звернути увагу на те, що як вже зазначалося раніше конвертовані облігації стосуються виключно емітентів, організаційно правова форма яких це акціонерне товариство. Також можна звернутися і до статті 37 Закону про ринки капіталу, яка є загальною у питаннях конвертації цінних паперів, де встановлено, що під конвертацією цінних паперів розуміють - обмін цінних паперів одного випуску на цінні папери іншого випуску того самого емітента, а в разі припинення товариства - іншого емітента.

Згідно з пунктом 106 Порядку здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу встановлює, що положення про конвертацію облігацій не застосовуються до ряду різновидів облігацій, зокрема й до зелених облігацій. На підставі чого можна зробити висновок, що правова природа вище описаних правовідносин не відповідає тим законодавчим приписам, які б могли б дозволити здійснювати погашення зелених облігацій шляхом передачі власникам облігацій корпоративних прав.

Своєю чергою законодавцю варто переглянути підходи та розробити механізми конвертації зелених облігацій в корпоративні права не лише

акціонерних товариств, а й інших господарських товариств.

В аспекті використання залучених грошей від емісії зелених облігацій, варто зауважити, що законодавець встановив вимоги до цілей, на які має використовуватися фінансування. Це не стосується «зелених» завдань, це стосується саме тих практичних напрямів, куди емітент може витратити гроші.

Зокрема, відповідно до Порядку використання коштів, залучених шляхом розміщення зелених облігацій:

«До дати погашення зелених облігацій надходження від розміщення зелених облігацій повинні бути виключно та повністю розподілені, без вирахування витрат пов'язаних з випуском та розміщенням зелених облігацій, на наступне та/або поєднання всього зазначеного далі:

- 1. основні засоби;*
- 2. капітальні інвестиції;*
- 3. операційні витрати, які були понесені не раніше ніж за три роки до випуску зелених облігацій;*
- 4. фінансові активи» [35].*

Попри такі обмеження, вони залишають своєрідні лазівки для порушення прав власників облігацій, що може проявлятися у різного роду схемах з виведення грошей з емітента на інших компаній. Та загалом, такі обмеження попри свій характер залишають для емітента достатньо інструментів для реалізації інвестиційного проекту.

3.4. Правове регулювання облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики, та облігації місцевих позик

Як вже зазначалося раніше, облігації не можна розміщувати з метою погашення заборгованостей, однак, існує ряд винятків. Такими винятками є

публічні облігації (емітентом, яких може бути виключно держава або органи місцевого самоврядування). Оскільки, саме для цих суб'єктів критично важливим є виконання бюджетних програм для виплати населенню заробітних плат, соціальних виплат тощо. Крім того, зараз надзвичайно актуальним стало питання фінансування видатків державного бюджету на оборону України.

Крім того, загалом процес емісії державних облігацій має критичну кількість відмінностей від інших облігацій, навіть від облігацій місцевих позик.

Розбираючи ознаки характерні державним облігаціям спершу варто зазначити, що під **державними облігаціями** розуміють – облігації, які підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їхньої номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Емітентом державних облігацій виступає Кабінет міністрів України, який своєю постановою визначає основні умови, на підставі яких і здійснюється розміщення облігацій.

Залежно від місця їх розміщення, державні облігації поділяють на:

- 1) **Облігації внутрішньої державної позики** – ті, які розміщуються виключно на внутрішніх ринках капіталу (частина 3 статті 16 Закону про ринки капіталу);
- 2) **Облігації зовнішньої державної позики** – ті, які розміщуються на міжнародних ринках капіталу (частина 4 статті 16 Закону про ринки капіталу).

Однак, постає питання, а чим відрізняються державні облігації від казначейських зобов'язань України? Найперше чим вони відрізняються це те, хто може бути власником таких цінних паперів. Власником державних облігацій можуть бути як фізичні особи, так і юридичні особи, своєю чергою власниками казначейських зобов'язань може бути лише фізична особа.

Однак вони мають і спільні риси. Окрім того, що вони посвідчують відносини позики між власником облігацій та державою, ще ці обидва фінансові

інструменти виступають частиною бюджетного процесу та не регулюються Комісією (частина 5 статті 16, частина 1 статті 20 Закону про ринки капіталу). Натомість регулятором виступає НБУ, а процес емісії регулюється Бюджетним кодексом України.

Досліджуючи питання державних облігацій варто приділити увагу процесу емісії цих облігацій. Оскільки, на відмінно від описаних раніше облігацій, державні облігації мають свою специфіку, зокрема коли мова йде про суб'єктний склад цього процесу.

Але спершу варто зрозуміти те, що для держави надзвичайно важливо отримати гроші швидко. Тому для розв'язання цього питання в Україні запроваджено інститут первинних дилерів, які першими купують облігації та одразу передають гроші до державного бюджету. Відповідно до пункту 2 Положення про інститут первинних дилерів, ними є

«визначені Мінфіном фінансові установи, які взяли на себе зобов'язання співпрацювати з Міністерством у частині розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в обмін на виключне право участі у розміщеннях облігацій внутрішніх державних позик (далі - облігації) та переважне право брати участь в інших операціях, що проводить Мінфін з такими облігаціями» [36].

Згідно з пунктом 3 цього ж Положення, такими фінансовими установами можуть бути ті, які відповідають трьом критеріям:

- 1) вони мають ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) - діяльності з торгівлі цінними паперами (дилерської та брокерської діяльності);
- 2) вони мають ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) - депозитарної діяльності депозитарної установи або відкритий сегрегований рахунок у межах рахунків у цінних паперах депозитарних установ, відкритих у системі депозитарного обліку

депозитарію Національного банку;

3) вони мають практичний досвід роботи на ринку облігацій (загальний обсяг торгівлі облігаціями протягом останнього року становить не менш як 1 млрд гривень).

Варто зазначити, що інститут первинних дилерів це не лише про права, а про обов'язки фінансової установи брати участь у всіх розміщеннях державних облігацій, придбавати не менше 3-х відсотків від загального обсягу випуску розміщених облігацій та ряді інших обов'язків, передбачених в Положенні про інститут первинних дилерів та угоді з Міністерством фінансів України (договорів про співпрацю в частині розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів).

Саме в державних облігаціях чітко проглядається поділ на первинний та вторинний ринок, оскільки саме дилери першими отримують облігації й потім розповсюджують їх серед інвесторів на вторинному ринку.

Первинне розміщення державних облігацій здійснюється шляхом проведення аукціону та продажу облігацій за фіксованим рівнем доходності.

Продаж облігацій шляхом проведення аукціону передбачає подання дилерами конкурентних або неконкурентних заявок. Своєю чергою продаж облігацій за фіксованим рівнем доходності здійснюється на підставі неконкурентних заявок.

Згідно з підпунктами 8 та 9 пункту 2 Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням та обміном облігацій внутрішньої державної позики (далі в цьому підрозділі – Положення), під цими видами заявок розуміють:

- **конкурентна заявка** – заявка з визначенням кількості облігацій та рівня доходності придбання облігацій, включаючи на аукціонах з їх обміну;
- **неконкурентна заявка** – заявка з визначенням кількості облігацій, у якій рівень доходності придбання облігацій, включаючи на аукціонах з їх обміну, не зазначається [37].

В цьому Положенні також передбачено правила, за якими буде здійснюватися погодження поданих дилерами заявок, зокрема:

- 1) конкурентні заявки задовольняються лише за рівнем їх дохідності, якщо він не перевищує граничного рівня дохідності облігацій;
- 2) за наявності конкурентних заявок, рівень дохідності яких не перевищує граничного рівня дохідності облігацій, неконкурентні заявки задовольняються за середньозваженим рівнем дохідності облігацій;
- 3) якщо немає конкурентних заявок, то неконкурентні заявки можуть задовольнятися за середньозваженим рівнем дохідності облігацій, що був установлений під час останнього за часом розміщення (обміну) облігацій, які за умовами випуску та обсягом прав власників аналогічні до облігацій, що розміщуються, включаючи під час проведення аукціону з обміну облігацій.

Своєю чергою для продажу облігацій за фіксованою дохідністю встановлено свої особливі правила, так:

«Продаж облігацій за фіксованим рівнем дохідності проводиться виключно за участю неконкурентних заявок, які задовольняються за граничним рівнем дохідності облігацій.»

Якщо обмежень на обсяг розміщення облігацій немає, то неконкурентні заявки, що допущені до участі в продажі облігацій за фіксованим рівнем дохідності, задовольняються в повному обсязі.

У разі введення обмежень на обсяг розміщення облігацій неконкурентні заявки, що допущені до участі в продажі облігацій за фіксованим рівнем дохідності, задовольняються в межах установлених обмежень. Якщо загальна кількість придбання облігацій, що міститься в неконкурентних заявках, перевищує ці обмеження, то неконкурентні заявки задовольняються не в повному обсязі, а пропорційно кількості облігацій, що зазначена в

цих заявках» (пункт 1.3. Положення)

Тобто суть цих правовідносин полягає у тому, що дилери надсилають свої заявки (при проведенні розміщення в один етап, коригування заявок не можливе, однак дилер може коригувати свою заявку у разі проведення розміщення у два етапи) через систему «ОВДП-online». Після чого держава з огляду на розмір дефіциту державного бюджету та на підставі правил згаданих вище, обирає заявки на придбання облігацій, які будуть погодженими.

Розрахунки за результатами розміщення здійснюються у формі клірингу або у безготівковій формі. У разі, якщо дилер не є ліцензії на здійснення депозитарної діяльності, тоді розрахунки здійснюються у безготівковій формі.

Окрім Міністерства фінансів України та НБУ, зі сторони держави в процесі розміщення та погашення облігацій бере участь Боргове агентство України, яке на підставі частини 6 статті 16 Бюджетного кодексу України здійснює витрати на обслуговування та погашення державного (місцевого) боргу відповідно до кредитних договорів, а також нормативно-правових актів, за якими виникають державні боргові зобов'язання, незалежно від обсягу коштів, визначеного на таку мету законом про Державний бюджет України [38].

А на підставі частини 4 статті 18 Бюджетного кодексу України Боргове агентство України також веде Реєстр державного боргу і гарантованого державою боргу, Реєстр державних гарантій.

Погашення державних облігацій здійснюється шляхом перерахування грошових коштів на рахунки власників облігацій у безготівковій формі. Джерелами погашення державних облігацій є бюджетні надходження від податків або гроші отриманні від розміщення інших державних облігацій чи казначейських зобов'язань України.

Загалом варто відзначити, що державні облігації є дієвим інструментом не лише залучення грошей для покриття дефіциту державного бюджету. Державні облігації також допомагають тримати грошовий обіг в балансі не даючи розвиватися негативних монетарним явищам.

На відмінно від облігацій внутрішньої державної позики, облігації зовнішньої державної позики (далі – ОЗДП) розміщуються в іноземних фондових біржах на загальних умовах. Ключову роль в цьому процесі відіграє Міністерство фінансів України, яке на підставі Постанови КМУ Про розміщення (емісію) облігацій зовнішніх державних позик виступає в ролі емітента, визначає умови розміщення та веде процес розміщення державних облігацій на іноземних фондових біржах [39].

Окрім цього, відмінною ознакою цих споріднених фінансових інструментів є те, що ОЗДП можуть розміщуватися шляхом приватного та публічного розміщення. Також законодавство не встановлює вимог до перших власників державних облігацій. Тому власниками ОЗДП можуть виступати як фізичні, так і юридичні особи (не обов'язково, щоб це були дилери – окремий перелік фінансових установ).

Своєю чергою облігації місцевих позик, за своєю природою є подібними до державних облігацій, які є частиною бюджетного процесу. Однак, на відмінно від ОВДП, розміщення облігацій місцевих позик відбувається в інший спосіб, спосіб, що більше притаманний корпоративним облігаціям – розміщення облігацій на організованому ринку, а не на аукціоні.

В аспекті розміщення можна ще зазначити, що емісія облігацій місцевих провадиться в тому ж порядку (етапності), що й емісія корпоративних облігацій, що чітко передбачено в частині 2 статті 92 Закону про ринки капіталу. Проте, ця теза не буде абсолютно повною і від того правильною, без згадки про норми закріпленні в підзаконних нормативно-правових актах в яких встановлено, що «емітент попередньо має отримати погодження на емісію від Міністерства фінансів України, яке погоджує і заяву про реєстрацію випуску та самі умови розміщення облігацій» – пункт 3 Розділу I Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу [40].

Також мета розміщення облігацій місцевих позик є звуженою в порівнянні з державними облігаціями, оскільки відповідно до пункту 5 Розділу I Положення

про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик, спрямована на фінансування розвитку бюджету Рад та використовуються для створення, приросту чи оновлення стратегічних об'єктів довготривалого користування або об'єктів, які забезпечують виконання завдань Рад, спрямованих на задоволення інтересів населення Автономної Республіки Крим і територіальних громад міст.

Очевидним є питання емітента. Так виходячи лише з назви, що зрозуміти, що мова йде органи місцевого самоврядування. Але, хто саме може бути емітентом? Відповідно до статті 15 Закону про ринки капіталу, емітентом облігацій місцевих позик є виключно Верховна Рада Автономної Республіки Крим або місцеві ради. Безпосередньо управління та обслуговування зобов'язань за облігаціями проводиться фінансовими департаментами (комісіями) міських рад. Вони подібно до Боргового агентства України здійснюють облік зобов'язань та їх погашення.

Відповідно до останніх змін, депозитарні функції обліку в депозитарній системі України випущених емітентами облігацій місцевих позик здійснює не НБУ, а Центральний депозитарій України. Крім того, на відмінно від ОВДП, тут регулятором виступає вже не НБУ, а саме НКЦПФР – частина 2 статті 15 Закону про ринки капіталу.

Загалом, за своєю правовою природою облігації місцевих позик, так само як і решта видів облігацій, існують виключно в електронній формі. Своєю чергою погашення здійснюється виключно грошима, із загального фонду місцевого бюджету. На відмінно від інших видів облігацій, строк погашення облігацій місцевих позик не може перевищувати 1 (один) рік. Тобто, представницький орган місцевого самоврядування має сплатити власникам облігацій номінальну вартість облігацій та дохід за ними протягом 1 року з дня початку погашення. Відмітимо, що для інших облігацій законодавцем такої вимоги не прописано, розв'язання цього питання покладалося на самого емітента. Крім того, щорічно розмір видатків з місцевого бюджету на

обслуговування (погашення) зобов'язань за облігаціями не може перевищувати 10% від розміру усього місцевого бюджету.

Випускають у формі іменних облігацій або на пред'явника. Можуть бути забезпеченими або не забезпеченими.

Подібно до державних облігацій, облігації місцевих позик поділяються на облігації внутрішньої та зовнішньої позики. В контексті облігацій зовнішньої місцевої позики попри закріплення їх існування на законодавчому рівні, натомість на підзаконному рівні відсутні будь-які нормативно-правові акти, які б встановлювали порядок «виходу» на іноземний ринок капіталів.

Тому для забезпечення максимального розвитку ринку облігацій місцевих позик вважаємо за необхідне розробити та запровадити порядок емісії облігацій зовнішніх місцевих позик, подібно до порядку передбаченого для ОЗДП.

3.5. Облігації міжнародних фінансових організацій

У 2013 році в Україні було запроваджено новий вид облігацій, який має спеціальну правову природу та пов'язаний із діяльністю міжнародних фінансових організацій (далі – облігації МФО).

Найперше і певно найголовніше питання, яке постає при аналізі облігацій МФО, є те, хто відноситься до цих організацій?

Відповідно до частини 1 статті 19 Закону про ринки капіталу такою організацією є будь-яка міжнародна організація, яка згідно із своїми установчими документами та/або відповідно до міжнародного договору України здійснює емісію облігацій на території України.

Це визначення дає дуже мало для повного розуміння природи МФО та для здійснення їх поділу на ті, що можуть здійснювати емісію облігацій МФО, та ті, що не можуть.

До того є держава дозволила фактично будь-яким МФО здійснювати

емісію облігацій в Україні, не залежно від того чи є Україна її учасницею, чи ні (частина 3 статті 19 Закону про ринки капіталу).

Варто звернути увагу на те, що емісія облігацій МФО здійснюється за погодженням цього рішення з Кабінетом Міністрів України напрямів використання коштів відповідно до Порядку погодження використання коштів, отриманих міжнародною фінансовою організацією від розміщення облігацій. Відповідно до пунктів 2-5 цього Порядку, Кабінет Міністрів України на підставі висновків Мінфіну, НБУ та узагальненого висновку Міністерства економіки України приймає рішення про погодження напрямів використання грошей [41].

Однак тут варто бути конкретним та чітко зазначити, що погодження здійснюється лише щодо емісії облігацій МФО, емітентом яких є міжнародна організація учасником якої не є Україна. В інших випадках, подібного погодження не здійснюється. Емітент в такому разі використовує гроші відповідно до цілей закріплених в своїх установчих документах або на підставі міжнародних договорів з Україною. В таких випадках мова йтиме про реалізацію проектів згідно з Постановою КМУ № 70 від 27.01.2016р. «Про порядок підготовки, реалізації, проведення моніторингу та завершення реалізації проектів економічного і соціального розвитку України, що підтримуються міжнародними фінансовими організаціями» [42].

Особливістю облігацій МФО є те, що облігації таких емітентів мають бути розміщені виключно в національній валюті – гривні. В чому сенс такого рішення, наразі важко сказати. Однак факт є фактом. Окрім цього, облігації МФО є виключно ординарними та не можуть погашатися за рахунок майна, товарів/послуг, чи шляхом конвертації в акції. Проте відповідно до частини 1 Підрозділу 4 Положення про порядок здійснення емісії облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу, конвертація облігацій МФО одного випуску в облігації іншого випуску дозволяється за наявності згоди власників облігацій. У разі, якщо власники облігацій не погоджуються з конвертацією облігацій МФО, емітент здійснює викуп у них облігацій [43].

Проте, прийняття такого рішення вимагає існування зборів власників облигацій. Однак, відповідно до частини 2 статті 108 Закону про ринки капіталу, для облигацій МФО збори власників облигацій не є обов'язковим. Так в цій нормі встановлено, що положення цього розділу (розділ VIII Збори власників облигацій та адміністратор) застосовуються до облигацій міжнародних фінансових організацій, якщо це прямо передбачено проспектом таких облигацій. Тому з цього можна зробити висновок, що при здійсненні конвертації облигацій МФО в інші облигації варто звернути увагу на цей момент та внести зміни до документації у разі відсутності у ній згадок про збори власників облигацій.

В аспекті розмежування облигацій МФО від інших видів облигацій можна вернути увагу на питання публічної пропозиції. Так відповідно до пункту 2 підрозділу 2 розділу 1 Положення про порядок здійснення емісії облигацій міжнародних фінансових організації та їх обігу, публічна пропозиція щодо облигацій МФО має виражатися виключно у формі розміщення облигацій на організованому ринку з обов'язковим допуском до торгів та включення до біржового реєстру. Фактично це свідчить про те, що для публічного розміщення облигацій МФО законодавець вимагає від емітента пройти процедуру лістингу, що не є притаманно інших видам облигацій. На підтвердження цього, законодавцем додану наступну норму: «Подання заявки про допуск облигацій до торгів на фондовій біржі без включення до біржового реєстру не вважається здійсненням публічної пропозиції» – пункт 2 глави 2 Положення про порядок здійснення емісії облигацій міжнародних фінансових організації та їх обігу.

Може постати питання, а чи не розповсюджується на облигації дія Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України»? Відповідь – ні. Правова природа облигацій МФО полягає у тому, що їх емітент є іноземець, а вони самі розміщуються в Україні (фактично їх утворення відбувається в Україні). Натомість згадане рішення НКЦПФР регулює питання допуску облигацій, які вже існують. Ці облигації вже розміщуються за кордоном, емітент планує лише

поширити їх на український ринок [44]. Такого висновку можна дійти при здійсненні загального аналізу правової природи облігацій МФО та при дослідженні умов допущення до обігу на території України, які передбаченні в згаданому рішенні регулятора.

Описані мною ознаки та законодавчі вимоги до емісії облігацій МФО характеризують їх як цікавий інструмент для інвестування. Однак, на жаль законодавство містить низку прогалин, які погіршують практичну реалізацію такого фінансового інструменту.

Законодавство не містить критеріїв, які б визначали прийнятність використання грошей залучених від розміщених облігацій МФО. Це в свою чергу дає Кабінету Міністрів України, Міністерству фінансів України, Міністерству економіки України та Національному банку України можливості для безпідставної відмови у емісії облігацій МФО в Україні, або у неправомірному затягуванні процесу з корисливих мотивів.

Висновки до розділу 3:

1. Законодавство передбачає ряд видів облігацій, відмінності між якими зазвичай полягають у; спрямованості коштів отриманих від емісії, емітента який може здійснювати емісію облігацій та порядку погашення облігацій. Також для кожного виду є характерними свої особливості, які пов'язані зі строком обігу, обов'язковості забезпечення (на прикладі іпотечних облігацій).

2. Законодавство передбачає наступні відмінності та особливості кожного різновиду облігацій:

Корпоративні облігації:

Ціль використання залучених коштів: законодавством не обмежено цілі фінансування;

Емітент: емітентом можуть бути лише суб'єкти господарської діяльності метою яких є отримання прибутку;

Погашення здійснюється шляхом виплати номінальної вартості облігацій та доходу за ними.

Конвертовані облігації:

Ціль використання залучених коштів: законодавством не обмежено цілі фінансування;

Емітент: виключно акціонерні товариства;

Погашення здійснюється шляхом передання власнику облігацій акцій акціонерного товариства на суму придбаних облігацій.

Інфраструктурні облігації:

Ціль використання залучених коштів: виключно на фінансування/рефінансування інфраструктурного проєкту за окремими визначеними законодавством напрямками;

Емітент: юридична особа приватного або публічного права, яка реалізує інфраструктурний проєкт;

Погашення здійснюється шляхом виплати власникам облігацій номінальної вартості облігацій та доходу за ними за рахунок коштів, отриманих від реалізації інфраструктурного проєкту або з інших незаборонених законодавством джерел.

Іпотечні облігації:

Ціль використання залучених коштів: законодавством не обмежено цілі фінансування;

Емітент: фінансові установи (іпотечний кредитор та спеціалізована іпотечна установа);

Погашення здійснюється шляхом виплати власникам облігацій номінальної вартості облігацій та доходу за ними;

Інші особливості: іпотечні облігації є забезпеченими облігаціями, виконання зобов'язань за якими гарантується іпотечним покриттям, яке

складають різні іпотечні договори.

Зелені облігації:

Ціль використання залучених коштів: виключно на фінансування/рефінансування проєктів екологічного спрямування, в окремо визначених напрямках;

Емітент: юридична особа приватного або публічного права, яка реалізує проєкт;

Погашення здійснюється шляхом виплати власникам облігацій номінальної вартості облігацій та доходу за ними, отриманого від реалізації проєкту або з інших джерел не заборонених законодавством.

ОВДП:

Ціль використання залучених коштів: покриття дефіциту державного бюджету України;

Емітент: Міністерство фінансів України;

Погашення здійснюється шляхом виплати власникам облігацій номінальної вартості облігацій та доходу за ними або в іншій формі за згодою сторін.

Інші особливості: має спеціальну процедуру розміщення, яке здійснюється серед чітко визначеного кола дилерів – банків, з подальшим продажем облігацій на вторинному ринку. Крім цього, питання емісії регулюється Бюджетним кодексом України, а регулятором виступає НБУ, а не НКЦПФР.

ОЗДП

Ціль використання залучених коштів: покриття дефіциту державного бюджету України;

Емітент: Міністерство фінансів України;

Погашення здійснюється шляхом виплати власникам облігацій номінальної вартості облігацій та доходу за ними або в іншій формі за згодою сторін;

Інші особливості: розміщення облігацій здійснюється на іноземних

організованих ринках. Крім цього, питання емісії регулюється Бюджетним кодексом України, а регулятором виступає НБУ, а не НКЦПФР.

Облігації місцевої позики:

Ціль використання залучених коштів: покриття дефіциту місцевого бюджету;

Емітент: представницькі органи місцевого самоврядування;

Погашення здійснюється шляхом виплати власникам облігацій номінальної вартості облігацій та доходу за ними;

Інші особливості: обмежений строк обігу – 1 рік, обслуговування погашення облігацій не може становити більше 10 відсотків від усіх видатків місцевого бюджету.

Облігації МФО:

Ціль використання залучених коштів: на виконання цілей передбачених установчими документами МФО (якщо Україна є учасницею МФО) або погоджується з Кабінетом Міністрів України;

Емітент: МФО незалежно від того, чи є Україна її учасницею або ні;

Погашення здійснюється шляхом виплати власникам облігацій номінальної вартості облігацій та доходу за ними;

Інші особливості: обов'язково мають розміщуватися на організованому ринку з обов'язковим допуском до торгів та включення до біржового реєстру.

3. Існує потреба у доопрацювання законодавства в частині випадків, в яких емітентом корпоративних облігацій може бути суб'єкт господарювання, який не має на меті отримання прибутку. Крім того, необхідно доповнити законодавство в частині порядку розміщення, обігу та погашення облігацій зовнішньої місцевої позики.

ВИСНОВКИ

Підсумовуючи все вище зазначене та керуючись завданнями встановленими у вступі до магістерської роботи, можна зробити наступні висновки:

1. Правова природа облігацій тісно пов'язана із правовідносинами позики, які мають відображення у цінному папері, який посвідчує їх. Своєрідна правова природа облігацій проявляє їх як річ (електронну річ), яка може бути предметом правочинів, так і своєрідним посвідченням прав та обов'язків емітента та власника облігацій, які виникають по суті із правовідносин позики. Наразі до облігацій та правочинів за ними застосовуються положення Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринків». Питання емісії та погашення облігацій регулюються спеціальними підзаконними нормативно-правовими актами більшість з яких розроблена Національною комісією цінних паперів та фондового ринку, яка є ключовим регулятором питань пов'язаних з емісією облігацій, їх обігу та погашення. Облігації як електронний цінний папір, обліковуються на рахунках у цінних паперах в депозитарних установах. Крім того, саме через депозитарні установи здійснюється більшість операцій з переміщенням облігацій між рахунками емітентів та власників облігацій, також через депозитарну систему здійснюється погашення облігацій.

Позитивним аспектом можна виокремити наявність достатньо чіткого та об'ємного правового регулювання облігацій, та детально прописаних процедур емісії облігацій, що дозволяє емітентам розуміти порядок їх дій за потреби залучити фінансування через облігації. Водночас можна зазначити і про наявність прогалини, зокрема тієї, яка стосується правового регулювання облігацій зовнішньої місцевої позики, оскільки такий вид облігацій на законодавчому рівні передбачений, натомість процедура розміщення цих облігацій на іноземних організованих ринках не врегульована.

2. На законодавчому рівні чітко проглядають відмінності у правовому регулюванні різновидів облігацій. Часто саме емітент є ключовою ознакою, яка відрізняє окремі види облігацій між собою (найяскравіший приклад це державні облігації – емітентом яких може бути виключно держава в особі уповноважених на те органи, або конвертовані облігації, які випускаються виключно акціонерними товариствами). Окрім цього, під час аналізу законодавства було встановлено низку ознак, за якими облігації розмежовуються між собою, зокрема: (1) строк обігу облігацій, (2) спосіб виплати доходу за облігаціями, (3) спосіб погашення облігацій, (4) ціль з якою випускається облігація, (5) наявність чи відсутність забезпечення.

3. За результатами проведеного аналізу законодавства України можна виділити наступні переваги облігацій в порівнянні з акціями, кредитом, чи фінансовою допомогою, зокрема:

- відсутність обов'язку передавати право управління бізнесом третім, часто невідомим, особам (окрім конвертованих облігацій);
- можливість самостійно встановлювати розмір запозичення, дохідність за облігаціями, строк та порядок погашення;
- облігації можуть розміщуватися як юридичними особами, які мають на меті отримання прибутку так і тими, які діють без такої мети (в залежності конкретного виду облігацій);
- існує можливість здійснити забезпечення виконання зобов'язань, зокрема шляхом сек'юритизації активів (притаманне іпотечним облігаціям).

4. Основними суб'єктами безпосередньо пов'язаними із облігаціями є емітент та власник облігацій. Саме їхні правовідносини позики посвідчує облігація. Натомість через природу облігацій не менш важливу роль відіграють:

- депозитарні установи, які здійснюють облік та зберігання облігацій, ведуть реєстр власників облігацій, забезпечують проведення зборів власників облігацій;
- інвестиційні фірми (брокери/субброкери), які допомагають інвестору

здійснити купівлю облігацій на організованому ринку чи поза його межами;

- андеррайтер та інвестиційні фірми, які здійснюють розміщення облігацій з/без надання гарантій;
- оператор організованого ринку, який забезпечує можливість розміщення облігацій та управляє процесом торгів;
- адміністратор за випуском, як важливий суб'єкт, представник інтересів власників облігацій в ситуаціях, коли виникає потреба захисту інтересів великої кількості осіб одночасно, щодо одного конкретного емітента.

Окрім цих суб'єктів інфраструктури ринку капіталів виділяють також регуляторів ринку капіталів:

- НКЦПФР – щодо більшості видів облігацій;
- НБУ – щодо державних облігацій.

5. При здійсненні комплексного аналізу норм законодавства було виявлено ряд відмінностей, які не дають підстав говорити про тотожність понять дефолт за облігаціями та банкрутство. Суть цих правовідносин є подібною, попри це, варто зауважити, що дефолт стосується виключно облігацій та емітента, який їх випустив (спеціальний суб'єктний склад), натомість банкрутство стосується усіх зобов'язань боржника (не лише юридичної особи, а й фізичної особи), включно з податковими та зобов'язаннями зі сплати заробітної плати та інших платежів. Окрім цього, як було встановлено, визнання банкрутом здійснюється в судовому порядку, своєю чергою дефолт є ситуацією, яка лише свідчить про порушення емітентом свого зобов'язання (настання інших обставин) і не потребує визнання такої ситуації судом.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Цивільний кодекс України : Кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV : станом на 9 квіт. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15#Text> (дата звернення: 01.05.2025)
2. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу : Рішення Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 06.09.2024 № 28/21/1105/К03. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1414-24#Text> (дата звернення: 05.05.2025)
3. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV : станом на 01.01.2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (дата звернення: 05.05.2025)
4. Сарана С.В., Яловий О.О. / Система емісійного права як складова частина фінансового права України/ Національний юридичний журнал: Теорія права УДК 347.73/ 2018 р. - с. 105-108 (дата звернення: 09.02.2025)
5. 365,5 млн гривень інвестували клієнти NovaPay в облігації компанії: URL: <https://novaposhta.ua/news/rubric/2/id/11993> (дата звернення: 09.02.2025)
6. Novus вперше випустить корпоративні облігації на 400 млн грн: URL: <https://forbes.ua/news/novus-vpershe-vipustit-korporativni-obligatsii-na-400-mln-grn-24092024-23799> (дата звернення: 09.02.2025)
7. Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків : Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР : станом на 15.11.2024 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80#Text> (дата звернення: 13.04.2025)
8. Про внесення змін до Закону України "Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків" та деяких інших

законодавчих актів України щодо вдосконалення державного регулювання та нагляду на ринках капіталу та організованих товарних ринках : Закон України від 22.02.2024 № 3585-IX URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3585-20#Text> (дата звернення: 10.03.2025)

9. Олександр Ігнатенко. Проведення розслідувань правопорушень на ринках капіталу: що передбачає новий Закон (законопроект 5865) URL: https://jurliga.ligazakon.net/news/226760_provedennya-rozsliduvan-pravo-porushen-na-rinkakh-kaptalu-shcho-peredbacha-noviy-zakon-zakonoprokt-5865 (дата звернення: 01.02.2025)

10. Про судоустрій і статус суддів : Закон України від 02.06.2016 № 1402-VIII : станом на 26 берез. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1402-19#Text> (дата звернення: 01.02.2025)

11. Кримінальний процесуальний кодекс України : Кодекс України від 13.04.2012 № 4651-VI : станом на 26 груд. 2024 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4651-17#Text> (дата звернення: 01.02.2025)

12. Постанова Касаційного господарського суду Верховного суду від 01.11.2021 року у справі №910/10245/19 (дата звернення: 15.03.2025)

13. Професійна діяльність на ринках капіталу : URL: <https://www.nssmc.gov.ua/profesiina-diialnist-na-rynkakh-kapitalu/> (дата звернення: 15.03.2025)

14. Про депозитарну систему України : Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI : станом на 1 січ. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17#Text> (дата звернення: 15.03.2025)

15. Фінансові інструменти: операції з облігаціями : науково-практичний посібник / В. І. Козак, С. О. Москвін, В. В. Посполітак. – 2-ге видання – К. : DESPRO, 2020. – 132 с. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/21211> (дата звернення: 15.03.2025)

16. Про поєднання професійної діяльності на ринках капіталу та організованих товарних ринках з іншими видами діяльності : Рішення Нац.

коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 01.11.2024 № 09/21/1356/К03.
URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1703-24#Text> (дата звернення:
29.03.2025)

17. Постанова Касаційного господарського суду Верховного суду від
23.04.2024 в справі №910/20302/21

18. Щодо проведення зборів власників облигацій : Рішення Нац. коміс.
з цін. паперів та фонд. ринку від 27.06.2022р. №740 URL:
<https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0740863-22#Text> (дата звернення:
18.04.2025)

19. Про іпотечні облигації : Закон України від 22.12.2005 № 3273-IV :
станом на 5 серп. 2021 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3273-15#Text> (дата звернення: 20.04.2025)

20. Щодо вимог до адміністратора за випуском облигацій під час дії
воєнного стану : Рішення Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від
09.02.2024 №163 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0163863-24#Text>
(дата звернення: 18.04.2025)

21. Про іпотечні облигації : Закон України від 22.12.2005 № 3273-IV :
станом на 21 жовтня 2019 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3273-15/ed20191021#Text> (дата звернення: 19.04.2025)

22. Технічний дефолт : URL: <https://cbonds.ua/glossary/technical-default/>
(дата звернення: 18.04.2025)

23. Кодекс України з процедур банкрутства : Кодекс України від
18.10.2018 № 2597-VIII : станом на 4 квіт. 2025 р.
URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2597-19#Text> (дата звернення:
04.05.2025)

24. Правила Акціонерного товариства «Фондова біржа ПФТС» URL:
<https://pfts.ua/images/files/Rules.pdf> (дата звернення: 28.03.2025)

25. Господарський кодекс України : Кодекс України від 16.01.2003
№ 436-IV : станом на 28 лют. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/>

[show/436-15#Text](#) (дата звернення: 29.03.2025)

26. Про систему гарантування вкладів фізичних осіб : Закон України від 23.02.2012 № 4452-VI : станом на 19 квіт. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4452-17#Text> (дата звернення: 04.05.2025).

27. Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні : Закон України від 15.07.2021 № 1667-IX : станом на 1 січ. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1667-20#Text> (дата звернення: 29.03.2025)

28. Васютинська Л.А. Інфраструктурні облігації у проектному фінансуванні: світовий досвід та можливості для України / Східна Європа: Економіка, бізнес та управління Випуск 3 (30) 2021. с. 79 – 84 URL: <http://srd.pgasa.dp.ua:8080/xmlui/handle/123456789/6872> (дата звернення: 01.04.2025)

29. Про гарантування речових прав на об'єкти нерухомого майна, які будуть споруджені в майбутньому : Закон України від 15.08.2022 № 2518-IX : станом на 15 листопада 2024 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2518-20#Text> (дата звернення: 20.04.2025)

30. Про фінансові послуги та фінансові компанії : Закон України від 14.12.2021 № 1953-IX : станом на 1 січ. 2025 р. : URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1953-20#Text> (дата звернення: 14.04.2025).

31. Про схвалення Рекомендацій щодо реалізації або фінансування проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій : Рішення Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 07 липня 2021 року №493 : URL : <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12423398> (дата звернення: 11.04.2025)

32. Оленюк А.А. Становлення правового регулювання зелених облігацій в Україні. 2024 : URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/f5e86220-e1e8-4a46-aa7e-d1cd40d4b0ba/content> (дата звернення: 11.04.2025)

33. Про громадські об'єднання : Закон України від 22.03.2012 № 4572-VI : станом на 3 верес. 2024 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4572-17#Text> (дата звернення: 09.04.2025)

34. *The International Capital Market Association (ICMA)*. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf> (дата звернення: 11.04.2025)

35. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу: Додаток 1 «Порядок використання коштів, залучених шляхом розміщення зелених облігацій» : Рішення Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 06.09.2024 № 28/21/1105/К03. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1414-24#Text> (дата звернення: 11.04.2025)

36. Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів : Постанова Каб. Міністрів України від 14.04.2009 № 363 : станом на 12 берез. 2021 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/363-2009-п#Text> (дата звернення: 13.04.2025)

37. Про затвердження Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням та обміном облігацій внутрішньої державної позики : Положення Нац. банку України від 18.06.2003 № 248 : станом на 18 лют. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0551-03#Text> (дата звернення: 13.04.2025)

38. Бюджетний кодекс України : Кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI : станом на 5 берез. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text> (дата звернення: 13.04.2025)

39. Про розміщення (емісію) облігацій зовнішніх державних позик : Постанова Каб. Міністрів України від 14.03.2018 № 186 : станом на 1 серп. 2024 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/186-2018-п#Text> (дата звернення: 13.04.2025)

40. Про затвердження Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу : Рішення Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 14.06.2018 № 391. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0808-18#Text> (дата звернення: 13.04.2025)

41. Деякі питання емісії облігацій міжнародних фінансових організацій : Постанова Каб. Міністрів України від 13.08.2014 № 327 : станом на 1 лип. 2021 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/327-2014-п#Text> (дата звернення: 14.04.2025)

42. Про порядок підготовки, реалізації, проведення моніторингу та завершення реалізації проектів економічного і соціального розвитку України, що підтримуються міжнародними фінансовими організаціями : Постанова Каб. Міністрів України від 27.01.2016 № 70 : станом на 8 квіт. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/70-2016-п#Text> (дата звернення: 14.04.2025)

43. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу : Рішення Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 27.12.2019 № 801. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0291-20#Text> (дата звернення: 05.05.2025)

44. Про затвердження Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України : Рішення Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку від 22.11.2012 № 1692 : станом на 6 квіт. 2021 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2178-12#Text> (дата звернення: 14.04.2025).