

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ХЕРСОНСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ЮРИДИЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ

**НАУКОВИЙ ВІСНИК
ХЕРСОНСЬКОГО ДЕРЖАВНОГО
УНІВЕРСИТЕТУ**



Серія:
ЮРИДИЧНІ НАУКИ
Випуск 6-2
Том 2



УДК 347.2/3

ОБЛІГАЦІЇ ІЗ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯМ ЯК ПРАВОВИЙ ЗАСІБ ГАРАНТОВАНОГО ЗАХИСТУ СУБ'ЄКТИВНИХ МАЙНОВИХ ПРАВ ЇХ ВЛАСНИКІВ

Кулик М.М., здобувач
кафедри цивільного права № 2
Національний юридичний університет імені Ярослава Мудрого

Робота присвячена розгляду історичного становлення облігацій із забезпеченням, вивченню їх правової природи як правового засобу забезпечення оборотоздатності посвідчених ними майнових прав.

Наголошується на тому, що випуск облігацій із забезпеченням як у документарній, так і в бездокументарній формі надає їх власнику додаткові юридичні гарантії повернення йому в майбутньому інвестованих ним коштів та передбачених умовами випуску облігацій відсотків за рахунок звернення стягнення на майно, що слугує майновим забезпеченням належного виконання емітентом своїх обов'язків.

Ключові слова: облігації, види облігацій, облігації із забезпеченням, ступінь ризикованості облігацій, самозахист прав власників облігацій.

Робота посвящена рассмотрению исторического становления облигаций с обеспечением, изучению их правовой природы как правового средства обеспечения оборотоспособности удостоверенных ими имущественных прав.

Отмечается, что выпуск облигаций с обеспечением как в документарной, так и в бездокументарной форме предоставляет их владельцу дополнительные юридические гарантии возвращения ему в будущем инвестированных им средств и предусмотренных условиями выпуска облигаций процентов за счет обращения взыскания на имущество, которое служит имущественным обеспечением надлежащего выполнения эмитентом своих обязанностей.

Ключевые слова: облигации, виды облигаций, облигации с обеспечением, степень риска по облигациям, самозащита прав владельцев облигаций.

Kulyk M.M. SECURING BONDS AS A GUARANTEED LEGAL REMEDY TO PROTECT PROPERTY RIGHTS

This is a research on the historical development of securing bonds, their legal nature as a guarantee of transferability of property rights certified by them.

It is noticed that the issue of securing bonds, both in documentary and non-documentary form, provides their owner with additional legal remedies to return the invested amount with interest charged on recovery of property, which serves as collateral security of proper obligations' performance.

Key words: bonds, types of bonds, securing bonds, riskiness of bonds, self-protection of bondholders' rights.

Постановка проблеми. Актуальність аналізу вітчизняного законодавства та правових норм, що регулюють обіг облігацій як одного з привабливих та дієвих інструментів, які існують на міжнародному і вітчизняному фондовому ринку та є об'єктом цивільних правовідносин, потребують їх нормативного удосконалення. Цьому сприяє необхідність імплементації законодавства України до законодавства Європейського Союзу.

Метою цієї статті є аналіз чинних законодавчих актів і необхідність їх удосконалення за допомогою сучасних та ефективних правових засобів і механізмів, які передбачають появу на фондовому ринку України нових державних боргових цінних паперів, що можуть виконувати відносини займу та слугувати фінансовими інструментами для економічного розвитку України. Одним з таких правових засобів можуть бути «забезпечені облігації» або облігації із забезпеченням. Правовий режим облігацій із забезпеченням необхідно передбачити на законодавчому рівні. Це дозволить визначити їх правове місце на вітчизняному фондовому ринку.

Ступінь дослідження проблеми. Питання правового режиму облігацій були присвячені наукові праці: Нерсесова Н.О. [7], Гольцберга М. А. [8], Полковникова Г. В. [9],

Альохіна Б. І. [10], Балабанова В. С. [11], Мурзіна Д. В. [12], Яроцького В. Л. [13, 14, 15, 16], Вавженчука С. Я. [17], Базилевича В. Д. [18], Харицького В. П. [19], Кологойди О. В. [20], Задихайло Д. В., Кібенко О. Р., Назарової Г. В. [21], Щербіні В. С. [24], Мендрула О. Г., Шевчука І. А. [23], Кузнєцова Н. С., Назарчука І. Р. [24], та публікації: Шевченко О. [25], Новосолової Л. [26], Бурдак В. [27], Гедзюк О. [28], Федоришина О. [29], Виговського О. [30], Радченко Л. [34], Хиневича О. [35], Шелудько Н., Шкляра А. [36] та ін.

Як в іноземній, так і у вітчизняній науковій літературі автори приділили увагу різним проблемним питанням, що стосуються правового регулювання відносин, в яких об'єктом є цінні папери, зокрема боргові.

Одним із важливих питань, яке досліджувалося правознавцями, стосувалося захисту прав власників боргових цінних паперів від майнових ризиків та існування правових механізмів і засобів мінімізації майнових ризиків. В. Л. Яроцький підкреслював, що ризики, пов'язані з реалізацією посвідчених цінними паперами майнових прав, особливо наочно виявляються в правовідносинах, заснованих на оформленні й емісії пред'явницьких цінних паперів боргової групи (змістом яких є відповідне грошове зобов'язання їх емітента).

Одна з можливих ситуацій, пов'язана з ризиком виконання посвідченого цінним папером майнового права неналежному суб'єкту, визначається особливостями пред'явницьких документів. Такий документ потенційно може вийти з володіння його власника і бути пред'явлений до виконання особою, що придбала його незаконно [15, с. 15]. Розглянута ситуація стосується всіх видів і форм випуску цінних паперів, як документарних, так і бездокументарних цінних паперів. Також було зазначено, що у бездокументарних цінних паперах легітимация особи, яка претендує на статус уповноваженої, має свої особливості. Вона забезпечується шляхом співвіднесення даних, що персоналізують її в цивільному обороті (вони, як правило, містяться в документах, що засвідчують особистість фізичної особи або повноважень представника юридичної), та імені (найменування) їх власника, зафіксованого в Національній депозитарній системі шляхом здійснення зберігачем облікового запису з вказівкою кількості і виду приналежних йому цінних паперів одного емітента. В. Л. Яроцьким було зроблено висновок, що з точки зору функціонального призначення в механізмі правового регулювання розглядуваних відносин цінні папери можуть розглядатися як особливий об'єкт-інструмент, застосування якого забезпечує мінімізацію низки майнових ризиків (вірогідності настання певних небажаних для учасника досліджуваних правовідносин майнових наслідків). Більш того, іноді вірогідність виникнення небажаних наслідків навіть унеможливується за рахунок встановлення особливих нормативних механізмів здійснення посвідчених цінними паперами майнових прав. При цьому проблематика зниження або повного усунення ризиків суб'єктів досліджуваних правовідносин у ході здійснення належних їм майнових прав і виконання обов'язків не вичерпується наведеними міркуваннями. З огляду на це, цілком слушною вважається пропозиція В. Г. Марчинського стосовно розробки Положення «Про страхування ризиків від здійснення довірчих операцій» у контексті забезпечення механізму обліку довірчих операцій у реєстрі власників іменних цінних паперів. Прогнозування таких ризиків дає змогу не тільки уникнути можливих негативних наслідків їх настання, але і висловити пропозиції стосовно подальшого вдосконалення чинного законодавства [15, с. 17-18].

Крім того, В. Л. Яроцький запропонував механізм відновлення та захисту майнових прав, засвідчених цінними паперами для різних форм та видів цінних паперів, враховуючи особливості їх правового режиму [16, с. 381-406]. Стосовно бездокументарних цінних паперів В. Л. Яроцький відзначив наступне: «З приводу можливості застосування віндикації як способу захисту прав власника цінних паперів відомий дореволюційний російський цивіліст Ю. С. Гамбаров писав: «Захист «безтілесної речі» за допомогою абсолютних позовів – не більше, ніж фікція речі для таких об'єктів права». Застосуванням цієї законодавчої фікції досягається розширення комплексу правових засобів, що забезпечують не тільки без-

перешкодне здійснення, але й захист прав та законні інтереси учасників правовідносин, що виникають в одній з найважливіших галузей цивільно-правового регулювання, – сфері випуску і обігу цінних паперів. Матеріально-речова форма належним чином оформленого сертифікату документарного цінного паперу дозволяє трохи «завуалювати» фікцію. Саме можливість встановлення права власності на документарні цінні папери обумовлює можливість його віндикації» [16, с. 386-387]. «Проте, не дивлячись на законодавче розповсюдження режиму власності на бездокументарні цінні папери (фікція ще більшого рівня умовності), їх віндикація унеможливується у зв'язку з втратою ними матеріально-речового субстрата через заміну документарної (паперової) форми-носія правової інформації про змістовні параметри посвідчених ними майнових прав на бездокументарну (електронну)» [16, с. 395].

Вище зазначені способи захисту порушених прав та законних інтересів суб'єктів цивільних правовідносин передбачені положеннями частини 2 статті 16 Цивільного кодексу України та були застосовані В. Л. Яроцьким на правовідносини, які виникають між емітентом цінного паперу та його власником. Автор обґрунтував як превентивний спосіб захисту порушених суб'єктивних цивільних прав власників цінних паперів та виконання зобов'язань емітентом по цінних паперах шляхом адресування судом емітенту цінного папера на пред'явника заборони здійснювати виконання по документу до винесення рішення по судовому спору. Була доведена унікальність цього забезпечувального засобу, який гарантує високий ступень захисту прав, засвідчених цінними паперами та було запропоновано закріпити цей правовий засіб на законодавчому рівні, передбачивши можливість, на підставі судового рішення призупинити здійснення цивільних прав та виконання зобов'язань (до моменту остаточного розв'язання судового спору) і по відношенню до інших видових конструкцій (а не тільки для документарних цінних паперів на пред'явника та векселів) [16, с. 396].

Наведені дослідження стосуються судової форми захисту порушеного права власності власників цінних паперів, яка у цивілістиці є юрисдикційною формою захисту порушених суб'єктивних цивільних прав. Але існують ще інші форми захисту цивільних прав – досудові. Науковцями, правниками та фахівцями у сфері фондового ринку для захисту прав власників цінних паперів, зокрема боргових цінних паперів – облігацій, зазначалися й інші правові засоби та механізми у випадку їх порушення з різних підстав. Такими механізмами називалися: сек'ютеризація, забезпечений факторинг, закладна, лізинг, облігації з забезпеченням [37, с. 8], встановлення спеціального правового режиму захисту прав непрофесійного учасника ринку цінних паперів – роздрібного інвестора [38], застава майнових прав [39], введення інститутів загальних зборів власників облігацій та представника власників облігацій [40], подвійний лістинг [41], застава цінних паперів [31; 32] та заста-



ва рахунків у цінних паперах [33], договори репо [42].

Розглянемо більш привабливий та ефективний правовий засіб, яким може визнаватися випуск та обіг облігацій із забезпеченням або забезпечених облігацій [43, с. 49; 26, с. 19]. О. Федоришин пропонував визнати облігації із забезпеченням превентивним заходом захисту прав власників облігацій при невиконанні зобов'язань емітента.

Власники будь-якого цінного паперу несуть ризики щодо повернення коштів, інвестованих у цінні папери. Але можливість зменшення ступеня ризикованості, а також наявність правових засобів ефективного захисту інвесторів від таких ризиків відрізняє облігації від інших цінних паперів.

На думку професора Міжнародного інституту менеджменту в місті Києві, доктора економічних наук М. А. Гольцберга, «обережний інвестор, який бажає максимально зменшити будь-який ризик, може зупинити свій вибір на облігаціях, які випускаються державними (місцевими) органами і окремими підприємствами. При цьому найбільш безпечними є вкладення, зроблені в облігації державних і місцевих позик, які гарантуються владою і забезпечуються відповідним майном». До того ж науковець зазначає: «Як свідчить світовий досвід корпорації, що випускають облігації, або державні (місцеві) органи зазвичай обумовлюють певні умови їх погашення, ліквідності, ступеня безпеки і т. п., щоб зробити ці облігації привабливішими для майбутніх інвесторів» [8, с. 26-27]. Такої ж думки дотримуються фахівці з питань фондового ринку [44], підкреслюючи, що незважаючи на всі відмінності, державні облігації мають одну загальну рису, яка відрізняє їх від інших цінних паперів: вони вважаються найбільш захищеними об'єктами інвестицій [44, с. 57]. Використовуючи досвід США та Канади в питанні захисту прав інвесторів, які вкладають свої кошти в облігації, зазначимо, що на фондовому ринку цих країн обертаються облігації різних видів: 1) державні (Федерального уряду); 2) муніципальні (місцевої влади) [44, с. 52]. Урядові облігації поділяються за купонами різної вартості, різних термінів виплати (погашення), різних умов дострокового викупу. Деякі випускаються на дуже короткий термін – Казначейські векселя с терміном дії 91 день та Довгострокові казначейські зобов'язання або векселі, які мають термін виплати (погашення) від 10 до 30 років. Такі векселі можуть бути продані як зі знижкою та високими відсотковими ставками, так і по ціні вищої номінальної та приносити дохід нижче відсоткової ставки, зазначеної в купоні. Довгострокові казначейські зобов'язання утворюють більшу частину державного боргу, вільно продаються та купуються на ринках за цінами, які незначною мірою коливаються за вартістю. Але є також й інші державні облігації, які не продаються на жодному ринку, вони можуть бути придбані тільки в уряді та продані знову тільки урядом за твердою ціною, іншими словами, це облігації, на які не впливають жодні коливання цін на ринку. Це так звані ошадні облігації серії EE і HH. Такі облігації можна купити

майже у будь-якому банку. Вони не вимагають ніяких комісійних зборів і володіння ними вважається актом патріотизму. Облігації серії EE продаються зі знижкою, а облігації серії HH продаються за своєю номінальною вартістю. Уряд платить відсоткову ставку власнику цих облігацій кожні півроку. На вельми насиченому та різноманітному ринку муніципальних облігацій (майже мільйона випусків) інвестор стикається з різними термінами їх погашення, різним кваліфікуючим рейтингом та різним рівнем доходу. Відсоткові ставки по муніципальних облігаціях (3-4 %, 5 %, іноді 12 %, 13 %, 14 %) вважаються особливо привабливими, бо з них не береться федеральний податок на прибуток. Більш того, в багатьох штатах людина, яка придбала муніципальні облігації, випущені у штаті, де він живе, звільняється від сплати податків цього штату. Ніхто, окрім експерта, не може знати усі характерні риси, кваліфікуючий рейтинг муніципальних облігацій. Але усі вони дають інвестору достатньо високий захист вкладеного капіталу та гарантію того, що він у будь-який час може продати ці облігації, якщо не хоче тримати їх до строку погашення. Звичайно, ціни на муніципальні облігації стабільніші, ніж на акції. Вкладення в муніципальні облігації можна вважати достатньо безпечними (захищеними), бо оплата гарантована самим федеральним урядом або місцевою владою. Звичайно, розрізняють шість типів муніципальних облігацій: а) звичайні; б) спеціальні; в) облігації, забезпечені доходами від визначеного об'єкта; г) облігації з житлового будівництва; д) так звані «промислові» облігації; е) облігації рефінансування. Звичайні облігації складають більшу їх частину та є більш популярними. У виняткових випадках вони гарантовані власністю держави або місцевою владою, які випускають ці облігації. На відміну від них, спеціальні облігації погашаються тільки з фонду визначених податкових надходжень або інших визначених джерел. Облігації, забезпечені доходами від певного об'єкта, випускаються для фінансування спеціальних об'єктів або проектів: доріг, мостів, лікарень та ін. Відсотки за цими облігаціями виплачуються виключно з доходів цих об'єктів. В деяких випадках держава сама дає кредити для їх будівництва, але це виключення з правила. Облігації з житлового будівництва випускаються для фінансування будівництва будинків з низькою орендною платою. Вони забезпечуються Федеральним Агентством з житлового будівництва, що дає їм найвищий кваліфікуючий рейтинг. Так звані «промислові» облігації випускаються для фінансування будівництва промислових підприємств та слугують для залучення промислового бізнесу і збільшення казни муніципалітету за рахунок податків. Але з деяких видів «промислових» облігацій доходи не оподатковуються. Це такі, які випускаються для фінансування будівництва аеропортів, різних організацій з охорони навколишнього середовища і лікарень. Особливо популярними є «медичні» облігації, за які сплачували до 90% усіх лікарняних рахунків. Облігації рефінансування випускаються для заміни облігацій, що знахо-

дяться в обігу. Звичайно, це робиться, якщо є можливість змінити відсоткову ставку на більш вигідну [44, с. 55-62].

Г. В. Полковніков підкреслював переваги захищеності власників облігацій компаній від ризиків на протигагу власників акцій компанії: «При ліквідації компанії вимоги власників облігацій як кредиторів компанії задовольняються в першу чергу. При випуску ж облігацій, забезпечених заставою (фіксоване забезпечення), облігаціонер набуває права на переважне, в порівнянні з іншими кредиторами, задоволення своїх вимог з майна (активів) компанії [9, с. 135-136].

Визначаючи види облігацій, С. Я. Вавженчук підкреслює: «За ступенем надійності облігації поділяють на облігації з *низьким ступенем ризику* та облігації з *високим ступенем ризику* (макулатурні облігації). Втім, у літературі можна віднайти наведену класифікацію облігацій з використанням іншого критерію і дещо зміненою термінологією. Так, за критерієм ступеня захисту вкладів інвесторів облігації поділяють на облігації, достойні інвестиції, та макулатурні облігації, що носять спекулятивний характер. Для виокремлення облігацій з низьким ступенем ризику міжнародні рейтингові агентства, зокрема такі, як «Fitch Ratings і «Moody's», визначають їх рейтинг, що може коливатися від рівня «AAA» до рівня «BBB». Що ж стосується макулатурних облігацій, то їм притаманний рейтинг не вище рівня «BB», що автоматично виключає їх з числа облігацій інвестиційного класу» [17, с. 125].

Сучасна тенденція щодо трансграничного співробітництва з фондовими ринками країн Європейського Союзу потребує гармонізації норм Європейського Союзу та норм національного законодавства при визначенні самого поняття «забезпечених облігацій», як одного з видів боргових цінних паперів та їх використання як правового засобу захисту від майнових ризиків прав їх власників за рахунок зобов'язаних по них емітентів (при вчиненні правочинів з ними на первинному ринку цінних паперів) та інших зобов'язаних по них суб'єктів цивільних правовідносин (при вчиненні правочинів на вторинному ринку цінних паперів). На виконання цього завдання була прийнята Директива 2006/48/ЄС Європейського Парламенту та Ради про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ (виправлене видання) № 2006/48/ЄС від 14.06.2006 року [1]. В цьому документі дається визначення «забезпечених облігацій» - це такі облігації, як визначено у частині 4 статті 22 Директиви 85/611/ЄС, або облігації, забезпечені будь-яким з придатних активів.

Ні загальне, ні спеціальне законодавство України (закони України щодо цінних паперів) не передбачає визначення такого виду облігацій, як забезпечені облігації. Визначення «забезпечених облігацій» дається у чинних рішеннях Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України [4; 5]. **Облігації можуть вважатися забезпеченими**, якщо емітентом укладаються відповідні **договори поруки чи страхування ризиків непогашення основної суми боргу та/або невиплати доходу за облігаціями**, або якщо **емітенту**

видається гарантія щодо погашення основної суми боргу, та/або виплати доходу за облігаціями. **Облігації вважаються забезпеченими порукою**, якщо емітент визначив їх такими в рішенні про розміщення облігацій та проспекті їх емісії і уклав відповідний договір поруки з поручителем щодо забезпечення виконання зобов'язання щодо погашення основної суми боргу та/або виплати доходу за облігаціями. **Облігації вважаються забезпеченими гарантією**, якщо емітент визначив їх такими в рішенні про розміщення облігацій та проспекті їх емісії і гарант (банк, інша фінансова установа) гарантує перед власниками облігацій виконання емітентом зобов'язання щодо погашення основної суми боргу та/або виплати доходу за облігаціями. **Облігації вважаються забезпеченими страховкою**, якщо емітент визначив їх такими в рішенні про розміщення облігацій та проспекті їх емісії і уклав зі страховиком відповідний договір страхування ризиків непогашення основної суми боргу та/або невиплати доходу за облігаціями.

Свого часу Н. О. Нерсесов зазначав: «Звичайно, в статутах акціонерних компаній, що мають право випуску облігаційної позики, мовиться, що забезпеченням облігацій, що випускаються, служить майно компанії. Такі облігації називаються пріоритетами або пріоритет-облігаціями» [7, с. 220].

Облігації можуть забезпечуватися активами або, як у випадку з облігаціями держави, просто загальною платоспроможністю емітента [10, с. 157].

М. А. Гольцберг робить класифікацію облігацій на групи за певними категоріями та виокремлює облігації, **виходячи із ступеня безпеки**, поділяє їх на **гарантовані (безпечні)** облігації (secured bonds), упевненість в погашенні яких у встановлений термін ґрунтується на оголошеній заставі нерухомого майна або інших фондів, і **незабезпечені облігації** (unsecured bonds), які не підкріплені відповідною заставою [8, с. 26-27]. Науковець наводить визначення певним видам облігацій в залежності від їх забезпеченості певними активами: **боргові облігації** (delenture bond) – це облігації, гарантія яких базується тільки на репутації корпорації і не забезпечена ніякою заставою майна або інших цінностей [8, с. 85]; **облігації повністю забезпечені заставою** (general mortgage bond) – це облігації, надійність яких підкріплюється повною заставою майна корпорації, хоча така застава може бути і не єдиною; **генеральні облігації** (general obligation bond) – державні облігаційні позики, які забезпечуються податковою та іншою потужністю держави [10, с. 88]; **«сміттєві» облігації** (junk bond) – облігації з високим ступенем ризику, випускаються корпораціями, у яких дуже низький фінансовий рейтинг [8, с. 90].

В. С. Балабанов визначав забезпечення (або інакше заставу) як активи, які віддаються в заставу під позику. Якщо позичальник не виконує умов позики, забезпечення (застава) може бути продане для покриття боргу. В залежності від забезпеченості певним активом забезпечені облігації поділяються на:



1) облігації з заставою майна; 2) облігації з заставою обладнання; 3) облігації з заставою фондових паперів; 4) облігації зі спеціальним забезпеченням; 5) облігації з товарним забезпеченням; 6) облігації з фондом погашення. **Незабезпечені позикові цінні папери** (*unsecured loan stock*) – це цінні папери, які не мають спеціальних гарантій у вигляді закладених активів компанії-позичальника. Якщо компанія не може виплатити відсотки або повернути борг на дату погашення, то утримувачі цінних паперів мають право звернутися до суду з метою ліквідації компанії. Вони отримуватимуть платіж після погашення кредитів, наданих під забезпечення, у міру появи доходів від продажу закладених активів [11, с. 38].

Облігація із заставою майна (*mortgage bond or lien bond*) – це облігація, яка забезпечується нерухомістю компанії або корпорації. **Облігація із заставою устаткування** (*equipment bond or note*) – це облігація, яка забезпечується устаткуванням компанії (корпорації) або її транспортними засобами. **Облігація із заставою фондових паперів** (*collateral trust bonds*) – це облігація, яка забезпечується такими, що знаходяться у власності компанії-емітента, цінними паперами будь-якої іншої компанії (але не компанії-емітента), як правило, її філіалу або дочірньої компанії. **Облігація із спеціальним забезпеченням** (*secured bond*) – це облігація, що гарантується заставою активів, зокрема нерухомістю. **Облігація із товарним забезпеченням** (*commodity-bucket bond*) – це боргове зобов'язання, за яким виплата відсотка пов'язана з ціною на певний товар (срібло, золото, нафта). Хоча ці облігації мають низьку процентну ставку у момент випуску, проте вони дають своїм власникам певну страховку на випадок інфляції, оскільки при інфляції ціни на товари піднімаються. **Облігація з фондом погашення** (*sinking fund bond*) – це облігація, під випуск якої емітент зобов'язаний створити фонд погашення [11, с. 40-42].

Деякі автори [43, с. 49; 26, с. 19] пропонують визначення облігації із забезпеченням, яке наведено у чинному Законі РФ «Про ринок цінних паперів». Закон РФ від 22 квітня 1996 р. № 39-ФЗ «Про ринок цінних паперів» [6] так визначає облігації із забезпеченням – це облігації, виконання зобов'язань, по яких забезпечується заставою, порукою, банківською гарантією, державною або муніципальною гарантією (ч. 1 ст. 27.2).

Директивою 2006/48/ЄС Європейсько-го Парламенту та Ради про започаткування і здійснення діяльності кредитних установ (виправлене видання) № 2006/48/ЄС від 14.06.2006 року [1] визначено придатні активи для облігаційного забезпечення, а саме: 1) забезпечені центральними урядами, центральними банками, установами державного сектору, регіональними урядами або місцевими органами влади на території ЄС; 2) забезпечені центральними урядами, центральними банками, які не відносяться до ЄС, багатосторонніми банками розвитку, міжнародними організаціями, які кваліфікуються першим ступенем кредитної якості, а також

ризикові ураженості з боку або забезпечені установами державного сектору, регіональними урядами та місцевими органами влади, які не відносяться до ЄС, що зважуються за ризиком як ризикові ураженості з боку установ або центральних урядів та центральних банків; 3) забезпечені житловою нерухомістю або акціями фінських компаній з житлового будівництва до меншої основної суми прав утримання, які складаються з будь-яких попередніх прав утримання та 80 % від вартості заставленого майна, або **забезпечені старшими паями** французьких закритих інвестиційних фондів «French Fonds Communs de Creances» або еквівалентними установами з сек'юритизації, що регулюються законами держав-членів та **сек'юритизують ризикові** ураженості житлової нерухомості; 4) забезпечені суднами.

Надамо визначення деяких з виділених понять, які є поки що тільки в теорії, та пропонуються фахівцями з питань фондового ринку і науковцями, але не передбачені чинним національним законодавством. **«Старший» цінний папір** (*senior security*) – цінний папір, що займає в даній структурі капіталу «провідне місце» по відношенню до інших цінних паперів. При банкрутстві утримувач такого цінного паперу має першочергове право на повернення вкладених ним коштів, тобто до розподілу коштів між акціонерами. **Старшинство цінних паперів** (*seniority*) – це пріоритет цінних паперів при розподілі доходу (відсотка або дивіденду). Наприклад, для одного і того ж емітента облігації мають старшинство щодо привілейованих акцій, а ті, в свою чергу, мають старшинство над звичайними акціями [11, с. 68]. Стосовно визначення поняття сек'юритизації, російський науковець з питань господарського права Бушев А. Ю. зазначив: «Основне економічне завдання **сек'юритизації** – це залучення додаткових фінансових ресурсів за рахунок використання специфічної системи відносин між різними зацікавленими особами, а також сукупності ряду нетрадиційних правових рішень. Іншими словами, сек'юритизація є технологічним, організаційним рішенням (бізнес-процесом), що ґрунтується на праві. «Родзинкою» даної конструкції є використання забезпечення відносно мало ліквідного активу – прав вимоги. У результаті банк, видавши кредит (у широкому сенсі цього слова), залучає засоби для його рефінансування (повернення), по суті, з самого кредиту [37, с. 8].

Чинним вітчизняним законодавством частково було враховано використання деяких з активів для забезпечення облігацій. Прийнятий 23 лютого 2006 року Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV визначив іпотечні облігації як іпотечні цінні папери та визнав їх борговими цінними паперами. Законом України від 02.06.2011 р. № 2461-VII «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облігацій» [2] було доповнено Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» новою статтею 8-1, яка визначає правовий режим цільових облігацій підприємств, виконання зобов'язань, за якими здійснюється шляхом передачі об'єкта

(частини об'єкта) житлового будівництва та підстави їх використання.

Стосовно доцільності таких правових норм та їх правомірності можна навести публікації як в підтримку, так і в заперечення.

Так, свого часу Н. О. Нерсесов зауважував, що акціонерні товариства випускають облігаційні позики, забезпеченням яких служить майно компанії. «Але, з погляду закону, не можна визнати за подібними облігаціонерами заставне право на майно компанії, тому що для встановлення застави потрібне здійснення відомих формальностей; там, де існує іпотечний порядок, необхідно про здійснення застави вносити до іпотечних книг. Тому у разі неспроможності акціонерних компаній облігаціонери не можуть мати особливої переваги перед іншими кредиторами компанії, а тим більше перед кредиторами, що забезпечили своє право вимоги заставою або заставою, здійсненими з дотриманням законом необхідних формальностей і умов» [7, с. 220].

Висловлювалася думка, що облігації можуть бути забезпеченими, але не нерухомістю. Дозволеніми видами забезпечення цільових облігацій є порука, гарантія і страхування. Усталена практика свідчить, що договори, на підставі яких виникає забезпечення, зазвичай припиняється до настання строку погашення цільових облігацій [46, с. 55].

С. Я. Вавженчук відносить іпотечні цінні папери за однією з семи притаманних їм ознак до різновиду забезпечених цінних паперів [17, с. 150], а однією з шести ознак, притаманних іпотечним облігаціям, як різновиду іпотечних цінних паперів визначає те, що облігація забезпечує виконання зобов'язань емітента своїм іпотечним покриттям [17, с. 153].

Н. І. Версаль, як науковець в сфері економіки, зазначав: «Сучасне законодавство, що регулює емісію й обіг іпотечних цінних паперів у країнах Європи та СНД, сформувалося лише наприкінці ХХ – початку ХХІ століть. Для країн Європи є характерним випуск забезпечених або покритих, облігацій (covered bonds), які включають: 1) іпотечні облігації; 2) звичайні іпотечні облігації; 3) джамбо-облігації (jumbo bonds); 4) облігації, забезпеченням яких є кредити, надані органам державної влади; 5) облігації, забезпеченням яких є річкові й морські судна; 6) облігації, забезпеченням яких є інші активи» [47, с. 71-73].

Висновки. Як підсумок, пропонується на законодавчому рівні дати визначення облігацій із забезпеченням, як окремого виду цінних паперів, передбачити їх випуск у бездокументарній формі та їх обслуговування в депозитарній системі України. **«Облігаціями із забезпеченням визнаються облігації, у проспекті емісії яких вказано про це, та міститься інформація про реєстрацію укладеного між емітентом такої облігації та її власником контракту (договору) на облігацію [11, с. 31]», де обумовлені умови емісії: відсоткова ставка**

і дата її виплати (для відсоткових облігацій), термін і умови погашення, умови викупу облігацій (для облігацій юридичних осіб у випадку їх дострокового погашення) із зазначенням активу, що є забезпеченням облігації, або вимоги до фонду погашення, створеного емітентом для забезпечення облігацій. В реєстрі власників цінних паперів зазначається вид активу, який є забезпеченням облігацій».

На розгляді у Верховній Раді України в другому читанні знаходиться законопроект від 27.11.2014 № 0956 [3] «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів», яким передбачається удосконалення фінансових інструментів на вітчизняному фондовому ринку – це корпоративні облігації (інфраструктурні та біржові) і впровадження деяких з правових механізмів захисту власників облігацій, які були розглянуті у цій статті: інститут загальних зборів власників корпоративних облігацій та використання забезпечених корпоративних облігацій. У зазначеному законопроекті також частково враховані й інші наукові напрацювання, запропоновані у цьому напрямку [17, с. 126; 25, с. 15].

Прийняття таких змін є актуальним та необхідним кроком для заповнення прогалин у національному законодавстві в питанні правових засобів і механізмів захисту інвесторів в облігації та зменшення ризиків при здійсненні правочинів із ними. Це дозволить залучити на ринок цінних паперів не тільки професійних учасників, а й «роздрібних» інвесторів, що сприятиме розвитку економіки сучасної української держави.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Директива 2006/48/ ЄС Європейського Парламенту та Ради про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ (виправлене видання) [Електронний ресурс]: від 14.06.2006 р. // Верховна Рада України: офіц. веб-портал. – Режим доступу: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994_862.
2. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облігацій: Закон України від 02.06.2011 р. № 2461-VII // Офіційний вісник України. – 2011. – № 51. – Ст. 2010.
3. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів [Електронний ресурс]: проект Закону України від 27.11.2014 р. № 0956 // Верховна Рада України: офіц. веб-портал. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=52408.
4. Положення про порядок здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу: затв. рішенням Нац. комісії з цін. паперів та фонд. ринку України від 29.04.2014 р. № 578 // Офіційний вісник України. – 2014. – № 46. – Ст. 1216.
5. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу: затв. рішенням Нац. комісії з цін. паперів та фонд. ринку від 27.12.2013 р. № 2998 // Офіційний вісник України. – 2014. – № 12. – Ст. 384.
6. О рынке ценных бумаг: Федер. Закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1996. – № 17. – Ст. 1918. [Електрон. Версія]. – Режим доступу: <http://base.garant.ru/10106464>.
7. Нерсесов Н. О. Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве / Н. О. Нерсесов. – М.: Статут, 1998. – 286 с.
8. Гольцберг М. А. Акционерные товарищества. Фондовая биржа. Операции с ценными бумагами / М. А. Гольцберг. – Киев: Преса України, 1992. – 96 с.
9. Полковников Г. В. Английское право о компаниях: закон и практика: [учеб. Пособие] / Г. В. Полковников. – М.: НИМП, 1999. – 240 с.

¹ Контракт на облігацію (indenture) - контракт між емітентом облігації і його позикодавцем, де обумовлені умови емісії. Умови контракту зазвичай визначають процентні ставки і дати їх виплати, термін погашення, застава, вимоги до фонду погашення, умови викупу і т.п.»



10. Алёхин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции / Б. И. Алёхин. – М. : Финансы и статистика, 1991. – 160 с.
11. Балабанов В. С. Рынок ценных бумаг: коммерческая азбука / В. С. Балабанов, И. Е. Осокина, А. И. Поволоцкий. – М. : Финансы и статистика, 1994. – 126 с.
12. Мурзин Д. В. Ценные бумаги как юридические конструкции гражданского права: автореф. дис. канд. юрид. наук: 12.00.03 / Д. В. Мурзин; Урал. гос. юрид. акад. – Екатеринбург, 2001. – 23 с.
13. Яроцький В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції): [монографія] / В. Л. Яроцький. – Харків: Право, 2006. – 544 с.
14. Цивільне право України: [підручник]: У 2 т. / За ред.: В. І. Борисова, І. В. Спасибо-Фадеева, В. Л. Яроцький. – Харків: Право, 2011. – Т. 1. – 656 с.
15. Яроцький В. Л. Цінні папери як правовий засіб забезпечення мінімізації майнових ризиків / В. Л. Яроцький // Актуальні проблеми приватного права: матеріали міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 92-й річниці з дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова, 28 лют. 2014 р. – Харків, 2014. – С. 14-18.
16. Яроцький В. Л. Механизм восстановления и защиты имущественных прав, удостоверенных ценными бумагами / В. Л. Яроцький // Харьковская цивилистическая школа: защита субъективных гражданских прав и интересов: [монографія] / Под общ. ред. И. В. Спасибо-Фадеевой. – Харьков: Право, 2014. – Гл. 1, разд. 3, § 4. – С. 381-396.
17. Вавженчук С. Я. Правове регулювання фондового ринку: [навч. посіб.] / С. Я. Вавженчук. – Ніжин: Аспект-Поліграф, 2013. – 582 с.
18. Цінні папери: [підручник] / За ред. В. Д. Базилевича. – Київ: Знання, 2011. – 1094 с.
19. Харицький В. П. Державні цінні папери як об'єкти цивільних прав: [монографія] / В. П. Харицький. – Харків: Одиссей, 2007. – 192 с.
20. Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України: [навч. посіб.] / О. В. Кологойда. – Київ: Юрінком Інтер, 2008. – 320 с.
21. Задахайло Д. В. Корпоративне управління: [навч. посіб.] / Д. В. Задахайло, О. Р. Кібенко, Г. В. Назарової. – Харків: Еспада, 2003. – 688 с.
22. Цінні папери як об'єкти цивільних прав // Цивільне право України: [підручник]: у 2 кн. / За ред.: О. В. Дзера, Н. С. Кузнецова. – Київ: Юрінком Інтер, 1999. – Кн. 1. – С. 157-172.
23. Мендрул О. Г. Ринок цінних паперів: [навч. посіб.] / О. Г. Мендрул, І. А. Шевчук. – Київ: КНЕУ, 1998. – 152 с.
24. Кузнецова Н. С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н. С. Кузнецова, І. Р. Назарчук. – Київ: Юрінком Інтер, 1998. – 528 с.
25. Шевченко О. М. Сучасні тенденції функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні / О. М. Шевченко // Економіка, фінанси, право. – 2014. – № 1. – С. 10-16.
26. Новоселова Л. Облигация – ценная бумага или договор займа / Л. Новоселова // Хозяйство и право. – 2011. – № 10. – С. 18-26.
27. Бурдак В. Облигации ждуть повышения / В. Бурдак // Юридическая практика. – 2012. – 28 февр. (№ 9). – С. 11-12.
28. Гедзюк О. Державні цінні папери як інструмент акумулювання грошових коштів до державного бюджету / О. Гедзюк // Підприємництво, господарство і право. – 2012. – № 1. – С. 106-109.
29. Федоришин О. Загальна характеристика окремих видів облігацій / О. Федоришин // Юридична Україна. – 2011. – № 7. – С. 22-27.
30. Виговський О. І. Колізійні питання обігу боргових цінних паперів у міжнародному приватному праві / О. І. Виговський // Бюлетень Міністерства юстиції України. – 2011. – № 8/9. – С. 81-86.
31. Виговський О. І. Сторони договору застави цінних паперів / О. Виговський // Право України. – 2004. – № 2. – С. 68-71.
32. Виговський О. І. Правове регулювання застави цінних паперів в Україні: автореф. дис. канд. юрид. наук: 12.00.03 / Виговський Олександр Ігорович; Київ. Нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. – Київ, 2005. – 18 с.
33. Виговський О. І. Правове регулювання бездокументарних цінних паперів: питання міжнародного приватного права / О. І. Виговський // Часопис Київського університету права. – 2010. – № 4. – С. 321-324.
34. Радченко Л. Правові форми залучення коштів у сфері інвестування у житлове будівництво / Л. Радченко // Підприємництво, господарство і право. – 2010. – № 7. – С. 93-97.
35. Хиневич О. Выпуск облигаций предприятиями / О. Хиневич // Юридическая практика. – 2010. – 16 февр. (№ 7). – С. 11-12.
36. Шелудьков Н. М. Валютні облігації внутрішньої державної позики: ризики та перспективи для України / Н. М. Шелудьков, А. І. Шкляр // Фінанси України. – 2011. – № 12. – С. 21-29.
37. Бушев А. Ю. Секьюритизация как правовой институт по управлению рисками, возникающими у участников отношений по обороту прав требования на рынке ценных бумаг / А. Ю. Бушев // Гражданское право. – 2014. – № 3. – С. 7-11.
38. Ясус М. Об установлении специального правового режима защиты прав непрофессионального участника рынка ценных бумаг – розничного инвестора / М. Ясус // Хозяйство и право. – 2013. – № 2. – С. 89-99.
39. Василевская Л. Залог прав по российскому и германскому законодательству (сравнительно-правовой анализ) / Л. Василевская // Хозяйство и право. – 2003. – № 7. – С. 132-141.
40. Селивановский А. Представитель владельцев облигаций: кому нужен этот институт / А. Селивановский, М. Селивановская // Хозяйство и право. – 2013. – № 11. – С. 43-53.
41. Малышенко К. А. Двойной листинг: проблемы повышения ликвидности и доверия инвесторов / К. А. Малышенко, В. А. Малышенко // От теории и гипотез к практическим шагам в науке: VII (XLVII) Междунар. науч.-практ. конф., г. Горловка, 24-25 июля 2014 г.: сб. материалов. – Горловка: ФЛП Пантюх Ю. Ф., 2014. – С. 9-12.
42. Селивановский А. Договор репо / А. Селивановский, М. Зайчик // Хозяйство и право. – 2014. – № 5. – С. 66-83.
43. Федоришин О. Цивільно-правове регулювання охорони прав власників облігацій при невиконанні зобов'язань / О. Федоришин // Підприємництво, господарство і право. – 2011. – № 10. – С. 46-49.
44. Приобретение акций: практическое пособие по использованию финансовых средств для приобретения акций и облигаций на рынке ценных бумаг США и Канады. – Свердловск, 1991. – 268 с.
45. Бушев А. Ю. Секьюритизация как правовой институт по управлению рисками, возникающими у участников отношений по обороту прав требования на рынке ценных бумаг / А. Ю. Бушев // Гражданское право. – 2014. – № 3. – С. 7-11.
46. Доценко-Білоус Н. Цільові облігації: особливості первітлення / Н. Доценко-Білоус // Бухгалтерія. Право. Податки. Консультації. – 2011. – 8 серп. (№ 32). – С. 55-57.
47. Версаль Н. І. Європейський ринок іпотечних цінних паперів: сучасний стан та перспективи розвитку в умовах глобалізації / Н. І. Версаль // Фінанси України. – 2008. – № 9. – С. 70-80.