

Сьомченков О.А.,  
к.е.н., доцент, докторант,  
ННЦ «Інститут аграрної економіки»

## БІРЖОВІ ОБЛІГАЦІЇ: АДАПТАЦІЯ МІЖНАРОДНОГО ДОСВІДУ ДЛЯ ВИКОРИСТАННЯ В УКРАЇНІ

**Анотація.** У статті на основі опрацювання досвіду впровадження та практики використання біржових облігацій в Російській Федерації визначено переваги цих інструментів та конкретизовано проблеми їх використання. Обґрунтовано доцільність запровадження інституту біржових облігацій в Україні, викладено основні рекомендації щодо характеристик даного виду цінних паперів та вимог до їх емітентів.

**Ключові слова:** цінні папери, біржова облігація, комерційні папери, корпоративна облігація, фондова біржа, емітент, фондовий ринок.

**Постановка проблеми.** Перші розміщення біржових облігацій в Російській Федерації відбулися у 2008 р. Цим процесам передували тривалі дискусії відносно формату нового фондового інструменту, що розширив би можливості оперативного залучення ресурсів підприємствами та установами. В основу досліджень було покладено американські та європейські комерційні папери, проте в результаті еволюції наукової думки з'явився новий гібридний інструмент, заснований на корпоративних облігаціях з деякими характеристиками, властивими комерційним паперам, – біржова облігація. Новий цінний папір має ряд переваг як над комерційними паперами, так і класичними корпоративними облігаціями, що доведено російською практикою його використання.

У 2012 р., зважаючи на функціональну перспективність біржових облігацій в умовах українського фондового ринку, було зроблено спробу формування нормативної бази інструментів, але безрезультатно. З моменту законодавчої ініціативи Кабінету Міністрів України потреба у біржових облігаціях, як інструменту із ліберальнішою в порівнянні з класичними корпоративними облігаціями процедурою емісії, короткою дюрацією та біржовою системою забезпечення ліквідності, тільки зростає. Все вищезазначене обґрунтовує актуальність дослідження, результати якого представлено у статті.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню теоретичних та практичних аспектів використання облігацій підприємств в Україні та функціонування відповідного облігаційного сегменту національного фондового ринку присвячено праці таких науковців, як І.В. Білоус, Т.Г. Буй, Л.Б. Долінський, О.Є. Кузьмін, І.О. Лютий, Т.В. Нічосова, О.В. Слущька та ін.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Проте таким відносно новим у міжнародній практиці різновидам корпоративних облігацій, як біржові, у вітчизняних наукових виданнях увага взагалі не приділялася. Отже, досліджень, спрямованих на адаптацію набутого досвіду в частині використання біржових облігацій, в нашій країні не проводилося.

**Мета статті** полягає в обґрунтуванні рекомендацій щодо характеристик біржових облігацій та вимог до їх емітентів для їх використання на фондовому ринку України.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** У 2012 р. Кабінетом Міністрів України до Верховної Ради було внесено проект закону України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», яким, окрім інших положень, передбачалося введення в обіг біржових облігацій. Цей вид облігацій, поєднавши властивості класичних корпоративних облігацій та векселів, на той час активно використовувався у Російській Федерації, сформувавши особливий сегмент ринку боргових цінних паперів.

Історія біржових облігацій в РФ починається у 2002 р. з розробки Федеральною комісією з ринку цінних паперів<sup>1</sup> (ФКЦП) проекту закону «Про внесення змін і доповнень до Федерального закону «Про ринок цінних паперів», Федеральний закон «Про захист прав і законних інтересів інвесторів на ринку цінних паперів» та Закон Російської Федерації «Про податок на операції з цінними паперами», метою якого було врегулювання випуску комерційних паперів без державної реєстрації. Основу таких інструментів склали короткострокові облігації з виключним правом на отримання номінальної вартості й фіксованого відсотка (якщо виплата суми відсотків передбачена емісійними умовами) у строк не більше трьох місяців з моменту розміщення. Основна ідея, закладена у проект, полягала в адаптації комерційних паперів, що використовувалися в США та ЄС, до умов функціонування російського фондового ринку. Альтернативний варіант адаптації комерційних паперів під російські реалії розроблявся Міністерством економічного розвитку РФ, фахівці якого пропонували за інструментальну основу обрати електронні векселя.

В США комерційні папери (Commercial Paper – CP) використовуються з XIX ст., являють собою короткострокові фондові інструменти, випущені переважно корпораціями з терміном погашення до 270 днів («період життя» більшості таких паперів – 1–20 днів), які в основному використовуються для акумуляції грошей під фінансування поточних потреб із прийняттям їх як дешевшої альтернативи банківським кредитам [1]. Випускаються CP з дотриманням норм окремого розділу Закону про цінні папери (1933 р.), яким дозволяється не проводити реєстрацію інструментів в SEC при 270-денному обмеженні строку обігу, значній номінальній вартості (не менше 100 тис. дол. США) та спрямуванні отриманих коштів від розміщення на фінансування поточних потреб емітента. Отже, ключовою цільовою аудиторією для придбання CP стають кваліфіковані інвестори, які допускаються до роботи з унікальними та «значними» ризиками. В ризиковому контексті відзначимо пункт 2а-7 Закону про інвестиційні компанії (1940 р.), який обмежує напрямки інвестиційної діяльності пайових інвестиційних фондів з урахуванням кредитного ризику, що визнається рейтинговими агентствами. Високі кредитні рейтинги,

<sup>1</sup> 13.03.2004 р. повноваження ФКЦП були передані Федеральній службі по фінансовим ринкам.

підтвержені провідними агентствами, є важливим атрибутом CP та індикатором надійності інструменту, який безпосередньо пов'язаний з його ринковою вартістю. В практиці фінансової діяльності у США використовуються і забезпечені CP. Вартість комерційних паперів в обігу, за даними Федеральної резервної системи, коливається на рівні 1 трлн. дол. США (показник з урахуванням сезонних коливань станом на кінець 2013 р. становив 1039,1 млрд. дол., 2014 р. – 1015,6 млрд. дол., I півріччя 2015 р. – 987,2 млрд. дол. [2]).

Окрему групу комерційних паперів становлять ECP (euro commercial paper), які є короткостроковими незабезпеченими зобов'язаннями, номінованими у валюті, відмінній від національної валюти корпорації-емітента, з терміном обігу до одного року, що також не передбачають державної реєстрації. За даними CMD Portal European Issuers, на кінець 2014 р. вартість непогашених інструментів становила 543,64 млрд. дол. США, на кінець I півріччя 2015 р. – 516,96 млрд. дол. США [3].

Важливим експлуатаційним нюансом CP є можливість їх безперервно повторюваного використання в рамках середньота довгострокових фінансових програм корпорацій. Таким чином, не перевищуючи максимальних строків обігу CP, їх емітенти отримують середньо- або довгострокове фінансування на основі схем рефінансування. В цілому CP, особливо для компаній з високим рейтингом, мають такі переваги, як відсутність потреби у реєстрації інструментів, зниження платності залучених ресурсів (наприклад, у порівнянні з банківським кредитуванням), розширення мобілізаційного потенціалу щодо формування ресурсної бази, систематична робота з інвесторами із формуванням позитивної репутації позичальника, ін. Незважаючи на активну участь банківських установ на ринку CP в якості інвесторів, зазначені інструменти формують ефективні альтернативи банківському кредитуванню зокрема та розвитку конкурентного середовища на борговому ринку в цілому. При цьому CP передбачають можливість обігу на вторинному ринку, що надзвичайно важливо для інвесторів в процесі управління власною ліквідністю та ризиками. Основним недоліком комерційних паперів є природне обмеження кола потенційних емітентів.

Таким чином, на першому етапі адаптації CP для використання на російському фондовому ринку існувало два альтернативних шляхи через біржові облигації та електронні векселя, кожен з яких мав свої переваги та недоліки. Основну увагу в підсумку було акцентовано на першому варіанті, в тому числі через ініціатора такої законодавчої новачки – ФКЦП. Біржові облигації дійсно дозволяли мінімізувати недоліки існування як класичних облигацій, які полягали у тривалому періоді та значних витратах підготовки і розміщення, так і векселів – відсутність біржового обігу та форма існування, що сприяла некоректному їх використанню. Крім того, інфраструктура фондового ринку могла швидше адаптуватися до роботи з біржовими облигаціями, ніж з електронними векселями. Центральною ланкою фондової системи, на яку покладалися всі повноваження щодо допуску, організації розміщення та обігу біржових облигацій, було визначено фондові біржі, оскільки всі ці процедури ґрунтувалися на затверджених та погоджених із ФКЦП біржових правилах.

<sup>2</sup> Московська міжбанківська валютна біржа (ММВБ) – універсальна біржа, що існувала у 1992–2011 рр. 19 грудня 2011 р. відбулася реєстрація ВАТ «Московська біржа ММВБ-РТС», яке утворилося в результаті об'єднання ВАТ «РТС» та ЗАТ «ММВБ» (скорочена назва біржового холдингу – Московська біржа).

<sup>3</sup> ФСФР Росії ліквідована 1.09.2013 року.

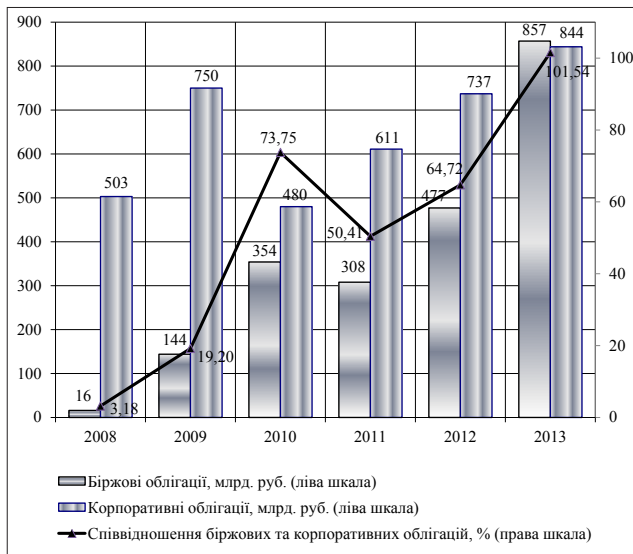
Нормативна база біржових облигацій в РФ була остаточно сформована восени 2007 р. шляхом внесення необхідних змін у Федеральний закон «Про ринок цінних паперів» [4], затвердження відповідних актів Федеральної служби по фінансовим ринкам та прийняття регламентуючих внутрішніх документів Московської міжбанківської валютної біржі<sup>2</sup>. Відповідно, біржова облигація була визнана емісійним цінним папером, що дозволяє залучати короткострокове фінансування на строк до одного року за спрощеною процедурою емісії, призначеним для широкого кола інвесторів, який розміщується та обертається виключно на фондовій біржі. Емітентом біржових облигацій могли бути виключно відкриті акціонерні товариства, що існували понад три роки, з повноцінною звітністю за два повних фінансових роки. Розміщення інструментів могло проводитися тільки в форматі відкритої підписки з використанням біржової платформи, при цьому акції емітента обов'язково мали перебувати у списках такої біржі. Випускатися облигації могли в документарній формі на пред'явника, а сертифікати інструментів мали централізовано зберігатися в розрахунковому депозитарії. Будь-які розрахунки за облигаціями, як при розміщенні, так і при виконанні зобов'язань емітентом, мали проводитися виключно грошовими коштами. За формуванням доходів за цінним папером передбачалася можливість емісії дисконтних та процентних облигацій, в останньому випадку розрахунок суми процентів проводився на основі фіксованої процентної ставки. Права власників облигацій обмежувалися отриманням номінальної вартості та суми процентів (якщо це передбачалося умовами емісії).

На відміну від класичних корпоративних облигацій за їх біржовим різновидом не передбачалося реєстрації випуску, проспекту емісії та звіту про підсумки розміщення у ФСФР<sup>3</sup>. Присвоєння ідентифікаційного номеру випуску, допуск до розміщення, а також розкриття інформації про підсумки розміщення з інформуванням органу регулювання проводилося фондовою біржею. Таким чином, розміщення біржових облигацій могло проводитися на одній фондовій біржі, а обіг – на тих площадках, що включили акції емітента у свої біржові списки.

У 2007 р. на ММВБ було зареєстровано біржових облигацій загальною вартістю 13 млрд. руб., проте, як свідчить статистика, розміщень не відбувалося. У 2008 р. на біржі було розміщено перші 15 випусків біржових облигацій на суму понад 16 млрд. руб., що становило 3,18% в порівнянні з обсягом розміщених класичних корпоративних облигацій, а обсяг зареєстрованих, але не розміщених біржових облигацій, склав 129,5 млрд. руб. Динаміку обсягів розміщення облигацій на ММВБ представлено на рис. 1.

Суттєво вплинули на активізацію ринку біржових облигацій в РФ законодавчі нововведення 2008 р. Так, 27 листопада Наказом ЦБР № 2134-У біржові облигації, допущені до обігу на ММВБ (п. 2.3) та випущені суб'єктами з рейтингом довгострокової кредитоспроможності за зобов'язаннями в іноземній валюті за міжнародною шкалою як мінімум одного з рейтингових агентств не нижче «В-» за класифікацією Standard & Poor's або Fitch Ratings чи «В3» за класифікацією Moody's Investors Service, були включені до Ломбардного списку, що дозволяє Центральному банку рефінансувати комерційні банки під заставу таких облигацій [5]. 31 грудня було опубліковано ФЗ від 30.12.2008 р. № 320-ФЗ «Про внесення змін у статтю 27 (5-2) Федерального закону «Про ринок цінних паперів», згідно якого дозволено випускати біржові облигації господарським товариствам, державним корпораціям та міжнародним фінан-

совим організаціям, збільшено строк виконання зобов'язань за інструментами з одного до трьох років з початку їх розміщення, а також регламентовано допуск до торгів біржових облігацій на майданчиках, що провели лістинг акцій або облігацій їх емітентів (до набуття чинності Закону обов'язковою умовою був лістинг тільки акцій).



**Рис. 1. Обсяг операцій первинного ринку облігацій на ММВБ (Московській біржі) у 2008–2013 рр.**

Джерело: Константинова А. Рынок облигаций на Московской бирже / А. Константинова // Московская биржа [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [file:///C:/Users/User/Downloads/5\\_Konstantinova\\_A%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/5_Konstantinova_A%20(2).pdf)

Зазначені зміни відіграли не останню роль у активізації первинного ринку біржових облігацій у 2009–2010 рр., незважаючи на зростання кількості дефолтів у 2008–2009 рр. Протягом 2008 р. зобов'язання за купонними платежами не виконали 16 емітентів за 20 випусками облігацій, за наданими офертами – 22 емітента за 23 випусками, по погашенню – один емітент за одним випуском (за даними Фондової біржі ММВБ, на початок року на облігаційному ринку були представлені 496 емітентів). У 2009 р. зафіксовано пік неплатежів за облігаціями: за купонними платежами – 69 емітентів за 83 випусками, за офертами – 42 емітента за 50 випусками, по погашенню – 37 емітентів за 41 випуском (на початок 2009 р. на облігаційному ринку біржі були представлені 503 емітента). Посткризове відновлення ринку класичних корпоративних облігацій, а з ним і активізація попиту на біржові облігації, розпочалося у другій половині 2009 р. Отже, в 2009 р. було розміщено на ММВБ 29 випусків біржових облігацій загальною вартістю 143,6 млрд. руб. із збільшення співвідношення цих облігацій до класичних корпоративних до рівня 19,2%. Обсяг зареєстрованих, але не розміщених біржових облігацій збільшилася до 586 млрд. руб.

Значну частину накопиченого у 2009 р. потенціалу запозичень з використанням біржових облігацій було реалізовано у 2010 р. Обсяг розміщень збільшився до 354 млрд. руб., або у 2,46 рази в порівнянні з попереднім роком, а співвідношення біржових і традиційних корпоративних облігацій зросло до 73,75%. Зростання останнього показника обумовлено відносною недовірою інвесторів до довгострокових боргових інструментів та їх контролі за ризиками в частині переваги ліквідності, що проявлялося у пріоритетності придбання інструментів

провідних емітентів з високими показниками біржової ліквідності. За таких умов біржові облігації в певних аспектах навіть мають кращі характеристики, ніж класичні корпоративні.

З 2011 по 2013 р. обсяги розміщень традиційних корпоративних та біржових облігацій на ММВБ (Московській біржі) систематично зростають. При цьому якщо приріст розміщення корпоративних облігацій у 2013 р. в порівнянні з 2011 р. становив 38,13%, то обсяг залучень через біржові облігації збільшився у 2,78 рази. В результаті співвідношення обсягів розміщення біржових й корпоративних облігацій зросло з 50,41% у 2011 р. до 101,54% у 2013 р.

Сьогодні біржові облігації в РФ є емісійними цінними паперами, що дозволяють залучати фінансові ресурси на будь-який термін за спрощеною процедурою емісії, призначені для широкого кола інвесторів [6]. Їх випуск не потребує державної реєстрації в Банку Росії, ця функція виконується біржею, яка присвоює випуску ідентифікаційний номер та допускає облігації до торгів у відповідності до внутрішніх правил. Розміщення інструментів відбувається шляхом відкритої підписки на біржі, при цьому їх обіг не обмежується ані однією біржею, ані біржовим ринком (операції купівлі-продажу можуть проводитися й на позабіржовому ринку). Дата початку розміщення біржових облігацій при наявності допуску до торгів, а також період розміщення інструментів нормативною базою не обмежується, проте період розміщення може регламентуватися рішенням про їх випуск.

Російською практикою підтверджуються такі переваги біржових облігацій:

- суттєва економія часу та грошових коштів в процесі залучення коштів під інструменти (в порівнянні з класичними корпоративними облігаціями), що в значній частині визначається відсутністю вимоги щодо реєстрації проспекту емісії та звіту про підсумки розміщення в Банк Росії, а також відсутність обмеження строку дії проспекту емісії та програми облігацій;

- система допуску емітентів на первинний ринок біржових облігацій (наявність лістингу його акцій або облігацій) та право на дострокове погашення інструментів при їх делістингу на усіх біржах є важливими елементами загального механізму захисту інвесторів;

- біржові облігації розміщуються доволі швидко, незважаючи на емітента. Однак, якщо поділяти емітентів на три рівні (так звані «ешелони») за рівнем інвестиційної привабливості, то тактика представників кожного ешелону принципово відрізняється: для представників першого ешелону ключовим питанням є ціна розміщення (вартість залучених ресурсів), а третього – можливість розміщення, тобто наявність надлишкової ліквідності на ринку, яка здатна поглинути пропозицію. Отже, технологія розміщення дозволяє емітентам оперативно реагувати на ринкову кон'юнктуру;

- біржові облігації можуть бути предметом купівлі-продажу на вторинному ринку вже на наступний день після розміщення, традиційні класичні облігації – тільки після реєстрації звіту про розміщення регулятором, тобто із значним часовим відставанням з моменту продажу перших облігацій. Відзначимо, що вторинний ринок комерційних паперів є незначним;

- незначна номінальна вартість біржових облігацій в порівнянні з комерційними паперами, а також ліквідний вторинний ринок таких облігацій забезпечують широке коло потенційних власників інструментів. В РФ покупцями біржових облігацій, як і класичних, виступають інституційні та приватні інвестори, резиденти та нерезиденти Російської Федерації.



ції. Особливо відзначимо інституційних інвесторів (комерційні банки, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, управляючі компанії фондами спільного інвестування), яких приваблює висока ліквідність біржових облігацій;

- формують альтернативні банківському кредитуванню шляхи залучення ресурсів. Зокрема, біржові облігації мають меншу платність, ніж банківські кредити, відсутність обмеження початку розміщення допущених до торгів біржових облігацій створює альтернативу банківським кредитним лініям, а широке коло інвесторів – синдикуваному кредитуванню;

- публічний характер біржових облігацій дозволяє привернути увагу широкого кола потенційних інвесторів до емітента, забезпечити додаткові комунікації емітента з інвесторами, розширити інформаційний простір функціонування емітента. В цьому контексті окремо відзначимо програми облігацій, через які емітенти інформують ринкових агентів про стратегію діяльності на фондовому ринку, а інвестори отримують додаткові інструменти контролю за емітентами.

Аналіз російської практики використання біржових облігацій дозволяє виділити ряд проблем, основна з яких ґрунтується на еволюції біржових облігацій в напрямку класичних корпоративних (особливо в частині періоду обігу інструментів), а полягає у поглинанні ринком перших інструментів ринку корпоративних облігацій (рис. 1). Біржові облігації не набули функціональних переваг комерційних паперів. За кордоном обсяги залучень ресурсів на ринку комерційних паперів значно поступаються обсягам акумульованим на ринку облігацій, зокрема, за даними CMD Portal European Issuers, на початок 2015 р. співвідношення непогашених CP та облігацій становило 3,36% (на кінець першого півріччя 2015 р. – 3,08%).

Ринок біржових облігацій в РФ принципово не збільшив акумуляційний потенціал позичальників «другого» та «третього» ешелонів, а також суттєво не змінив галузеву структуру емітентів боргових інструментів: основними позичальниками залишилися великі компанії та комерційні банки. Роль невеликих перспективних компаній в розвитку ринку незначна.

Впровадження біржових облігацій у фондову діяльність в Республіці Білорусь відбулося на підставі Наказу Президента № 194 від 3 квітня 2008 р. [7]. Згідно білоруської практики, біржові облігації є незабезпеченими іменними цінними паперами з терміном обігу один рік, що номінуються виключно в білоруських рублях. Первинний та вторинний ринки облігацій функціонують в межах фондових сегментів бірж. Як і РФ, в Білорусі інструменти випускаються за спрощеною процедурою з їх реєстрацією біржею (реєстрація проводиться безкоштовно). Право випускати такі облігації мають бізнес-утворення з вартістю чистих активів для банків у 1 000 000 базових величин<sup>4</sup>, для небанківських фінансово-кредитних установ – 500 000 базових величин, для інших підприємницьких структур – 100 000 базових величин, цінні папери яких допущені до обігу на біржі. Важливою вимогою до емітентів є відсутність на момент прийняття рішення про емісію збитків від реалізації або чистого збитку, а також відсутність чистого збитку протягом двох років, що передують прийняттю такого рішення. Отже, в Республіці Білорусь скористалися досвідом РФ, проте республіканська

нормативна база виявилася в питанні регулювання біржових облігацій більш консервативною.

З моменту першої законодавчої ініціативи в Російській Федерації щодо біржових облігацій до розміщення першої емісії пройшло більше п'яти років. В білоруське правове поле інструменти були введені відразу після появи першої інформації з російського фондового ринку. Зважаючи на позитивні наслідки як для ринку в цілому, так і окремих емітентів зокрема, необхідно повернутися до ініціативи Кабінету Міністрів України 2012 р. по запровадженню біржових облігацій в нашої країні. Враховуючи інертність національної нормативної бази регулювання фондової діяльності та проблемність реалізації новачків у фінансовій сфері, таку роботу варто проводити, незважаючи на поточні проблеми фінансового ринку країни. Актуалізуються питання біржових облігацій зниженням перерозподільною ефективністю банківських установ та «антикризовою» функціональністю інструментів [8, с. 35]. Твердження про антикризовий характер облігацій є гіперболою, проте їх переваги над іншими фінансовими інструментами проявляються саме в умовах фінансової нестабільності.

Біржові облігації в Україні мають бути наділені наступними характеристиками та відповідати таким вимогам:

- 1) серійні (емісійні) боргові цінні папери в бездокументарній формі;
- 2) короткострокові інструменти (з терміном погашення один рік з моменту розміщення);
- 3) валюта номіналу та розрахунків за інструментом – гривня;
- 4) розміщуються шляхом публічної пропозиції на фондовій біржі;
- 5) вторинний ринок облігацій не обмежується біржовим сегментом;
- 6) розрахунки за облігаціями, як при розміщенні, так і при виконанні зобов'язань, проводяться виключно грошовими коштами. За процентними облігаціями допускається тільки фіксована ставка розрахунку суми процентів.

Емісія біржових облігацій (в тому числі яка проводиться в рамках програми облігацій) не передбачає реєстрації НКЦПФР їх випуску, проспекту емісії та звіту про підсумки розміщення. Усі вищезазначені дії проводить фондова біржа на підставі внутрішніх правил узгоджених з НКЦПФР. Біржа відповідає за розкриття інформації та повідомлення НКЦПФР про результати розміщення.

Необхідність обмеження «періоду життя» біржових облігацій ґрунтується на специфіці інструментів. Російська практика доводить, що відмова від строкових обмежень призводить до поглинання біржовими облігаціями класичних корпоративних. Біржові облігації мають доповнювати класичні, сприяючи підвищенню рівня короткострокової ліквідності емітентів та розвитку короткострокового сегменту ринку кредитного фінансування, причому не тільки облігаційного, а й частково вексельного, банківського кредитування. В порівнянні з векселями та банківськими кредитами біржові облігації є більш ліквідними інструментами та забезпечують високий рівень прозорості у проведенні операцій, що позитивно впливає на розвиток конкурентного середовища на ринку «коротких грошей». По суті, біржові облігації є корпоративними облігаціями (за нормами українського законодавства – облігаціями підприємств [9]), тільки з ліберальнішими умовами випуску. Співвідношення вартості біржових та класичних корпоративних облігацій може бути одним з індикаторів стану національного фінансового ринку.

<sup>4</sup> Станом на 1 січня 2015 р. розмір базової величини в Білорусі становив 180 тис. білоруських руб., а офіційний курс долара США на 20.08.2015 р., за даними Національного банку Республіки Білорусь, – 16423,00 білоруських руб. Таким чином, вартість чистих активів банку для отримання права випускати біржові облігації мала становити більше 10,96 млн. дол. США.

Вимога п. 3 ст. 8 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», якою обмежується вартість розміщуваних облігацій підприємств сумою, «яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй (юридичній особі – емітенту. – *Авт.*) з цією метою третіми особами», не має розповсюджуватися на біржові облігації.

Рекомендовані вимоги до емітентів біржових облігацій в Україні:

1) наявність цінних паперів емітента (акцій або облігацій) у біржових списках фондової біржі, що забезпечує розміщення біржових облігацій;

2) наявність чистого прибутку у останньому звітному році, допускається чистий збиток тільки в одному із двох років, що передували останньому, за умови його перевищення середнім чистим прибутком двох інших років. Якщо емітент існує менше, ніж три роки, то збитки у фінансовій звітності не допускаються;

3) відсутність допущених, але нерозміщених біржових облігацій (емітент не має права ініціювати допуск до розміщення облігацій, якщо є нерозміщені).

Включення інших цінних паперів емітента біржових облігацій у біржові списки дозволяє застосовувати спрощені правила допуску по відношенню до останніх інструментів. Спрощення вимог до документального супроводу випуску, емісійних процедур, а також взаємодія емітента (уповноваженої ним особи) з біржею в процесі їх проведення дозволять значно скоротити час з моменту розгляду ініціативи випуску біржових облігацій уповноваженими органами емітента до прийняття рішення про допуск біржею.

Рішення про допуск біржових облігацій до торгів є безстроковим, проте, якщо при наявності допуску емітент порушує біржові вимоги, зокрема з розкриття інформації, виникають обставини, які негативно впливають на інвестиційні якості таких облігацій або призводять до недотримання емітентом вимог по допуску, біржа має право скасувати таке рішення або призупинити розміщення. Виникнення важливих обставин або вагомої інформації про діяльність емітента, які не є достатньою причиною для скасування допуску, супроводжуються внесенням відповідних змін в проспект емісії.

Період розміщення боргових облігацій не має перевищувати один місяць з дня початку розміщення, менший період може бути передбачений рішенням емітента про випуск. Наступного робочого дня після завершення розміщення або закінчення його строку біржа має розмістити інформацію про підсумки розміщення та повідомити НКЦПФР та Національний депозитарій України. Обіг облігацій на вторинному ринку може відбуватися після підведення підсумків розміщення.

Власники біржових облігацій повинні отримати право на дострокове погашення інструментів при вилученні зі біржових списків торговельних майданчиків, які забезпечують обіг таких облігацій, усіх акцій та облігацій емітента. Виключення становлять випадки делістингу класичних корпоративних облігацій, які були єдиними інструментами емітента у біржових списках при отриманні дозволу на випуск біржових облігацій, у зв'язку із закінченням строку обігу та погашенням. Дострокове погашення в даному випадку не пов'язано безпосередньо з крос-дефолтом (дострокове пред'явлення облігацій для погашення емітенту, який вчасно не розплатився за поточними боргами – оголосив дефолт за іншими облігаціями), проте це явище потребує законодавчого врегулювання в Україні для оптимізації відносин між емітентами та власниками усіх облі-

гацій. Також в аспекті захисту власників облігацій підприємств необхідно розглянути питання запровадження в Україні інституту зборів власників облігацій. Діяльність такого органу апробована міжнародною фондовою практикою, регламентувалася згаданим на початку статті проектом закону України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»» КМУ та передбачена «Концепцією розвитку ринку емісійних боргових цінних паперів» [8, с. 24–25].

Нормативного врегулювання потребують програми облігацій – новітнє явище на фондовому ринку України, що передбачають періодичний послідовний випуск облігацій в межах затвердженого плану залучення фінансування. Кожен випуск облігацій в межах програми може мати особливі характеристики, супроводжується окремим проспектом емісії, отримує власний код. Існування програми облігацій має ґрунтуватися на окремих положеннях нормативних актів, що визначатимуть статус, документальне супроводження, порядок реалізації такої програми та вимоги до її ініціаторів.

Дискусійними положеннями запровадження інституту біржових облігацій є:

1) кількість фондових бірж, що можуть отримати право допуску облігацій до торгів;

2) можливість розміщення біржових облігацій, допущених до торгів біржею, що порушила вимоги законодавства або позбавлена права допуску таких облігацій;

3) відповідальність за кодифікацію цінних паперів, яка здійснюється Національним депозитарієм України, можна покласти на біржу, що допускає біржові облігації до торгів;

4) в російській та білоруській практиці біржові облігації є незабезпеченими цінними паперами. В Україні можна передбачити випуск забезпечених біржових облігацій, що може бути доцільно в контексті реалізації облігаційних програм, розрахованих на середню та довгострокову перспективу.

**Висновки.** Міжнародна практика використання біржових облігацій доводить їх ефективність в фондових укладах, близьких за походженням до українських. Інструменти в запропонованій конструкції дозволять активізувати ринок короткострокового боргового фінансування, забезпечуючи оперативне залучення ресурсів емітентами. Цей підвид корпоративних облігацій має привернути увагу широкого кола інвесторів, починаючи від приватних, для яких цінний папір може створити альтернативу банківським депозитам, закінчуючи інституційними інвесторами, для яких ліквідність та дюрація інструменту в сучасних умовах є безальтернативними на фондовому ринку, що важливо в процесі побудови ліквідного портфелю. Зважаючи на значний обсяг роботи з підготовки впровадження біржових облігацій у національний фінансовий оборот, а також необхідність впорядкування всього ринку корпоративних облігацій в Україні, зокрема в аспекті захисту інвесторів, вже сьогодні доцільно активізувати роботу в напрямку формування відповідної нормативної бази.

#### Література:

1. About Commercial Paper / Board of Governors The Federal Reserve System [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.federalreserve.gov/Releases/cp/about.htm>.
2. Commercial Paper Outstanding / Board of Governors The Federal Reserve System [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.federalreserve.gov/Releases/cp/outstanding.htm>.
3. The Capital Market Data Network / CMD Portal European Issuers [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.cmdportal.com/Public/Data.aspx>.

4. О рынке ценных бумаг : Федеральный закон РФ от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ.
5. О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России : Указание ЦБР от 27.11.2008 г. № 2134-У, зарегистрировано в Минюсте РФ 17.12.2008 г. № 12875.
6. Биржевые облигации / Московская биржа [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://moex.com/a2615>.
7. О внесении дополнений и изменений в Указ Президента Республики Беларусь от 28 апреля 2006 г. № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг» : Указ Президента Республики Беларусь от 3.04.2008 г. № 194.
8. Концепція розвитку ринку емісійних боргових цінних паперів : проект / Асоціація «Українські фондові торговці» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.aust.com.ua/docs/концепція\\_07062012\\_фінал.doc](http://www.aust.com.ua/docs/концепція_07062012_фінал.doc).
9. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

**Сёмченков А.А. Биржевые облигации: адаптация международного опыта для использования в Украине**

**Аннотация.** В статье на основе изучения опыта внедрения и практики использования биржевых облигаций в Российской Федерации определены преимущества этих инструментов и конкретизированы проблемы их использования. Обоснована целесообразность введения института биржевых облигаций в Украине, изложены основные рекомендации относительно характеристик данного вида ценных бумаг и требований к их эмитентам.

**Ключевые слова:** ценные бумаги, биржевая облигация, коммерческие бумаги, корпоративная облигация, фондовая биржа, эмитент, фондовый рынок.

**Siomchenkov O.A. Exchange-traded bonds: Adaptation of international experience for use in Ukraine**

**Summary.** In the article the author analyses experience of introduction and use of exchange-traded bonds in Russian Federation, determines advantages of these instruments and elaborates the problems of their use. The feasibility of their institution in Ukraine is justified and the main proposals as for the aspects of this kind of securities and requirements for emitters are stated.

**Keywords:** securities, exchange-traded obligation, commercial papers, corporate bond, stock market, emitter, securities market.