

## СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО І МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ

УДК 336.763.3

DOI: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/169-4>**Васильєва Д. О.**аспірантка кафедри корпоративних фінансів і контролінгу,  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана»ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8190-3321>**Vasylieva Daria**

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

### РЕГУЛЮВАННЯ ЕМІСІЇ ТА ОБІГУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ У СХІДНОЄВРОПЕЙСЬКИХ КРАЇНАХ

У статті зазначено основні правочини за корпоративними облигаціями протягом їхнього життєвого циклу. Обґрунтовано різницю між поняттями «емісія корпоративних облигацій» та «обіг корпоративних облигацій». Проведено аналіз специфіки регулювання корпоративних облигацій на прикладі України, Болгарії, Польщі, Румунії, Словаччини, Словенії, Угорщини та Хорватії. Надано перелік основних законів країн Східної Європи, які регламентують емісію та обіг корпоративних облигацій. Проаналізовано спільні та відмінні риси у звітності та способах розкриття інформації емітентами корпоративних облигацій в Україні та інших східноєвропейських країнах. Визначено структуру проспекту емісії корпоративних облигацій. Проаналізовано основні нововведення в українському законодавстві щодо регулювання емісії та обігу корпоративних облигацій.

**Ключові слова:** емісія корпоративних облигацій, обіг корпоративних облигацій, регулювання корпоративних облигацій, країни Східної Європи, проспект емісії, розкриття інформації емітентами.

### REGULATION OF THE ISSUE AND CIRCULATION OF CORPORATE BONDS IN EASTERN EUROPE

The formation and development of the corporate bond market is influenced by global regulatory reform and other government policy initiatives that affect all financial markets. Political, legislative, regulatory and fiscal changes must be well adapted to support the viability of corporate bond markets (both domestic and international). Financial market policy in general should not slow down bond markets, but should ensure optimal interaction between investors and issuers. Historical examples show how regulation, legislation, and other aspects of public policy can stimulate or slow down corporate bond markets. Currently, access to bond markets is limited for most companies due to the high cost of issuance, but the corporate bond market continues to expand. Regulation of the corporate bond market is a key factor that determines the possibility of attracting financial resources through this debt instrument from domestic and foreign investors. In this respect, it is important to pay attention not only to the issue of specific new regulatory and policy initiatives, but also to a careful review of the overall legal and regulatory framework. The purpose of the article is to systematize and analyze the legal framework for the issuance and circulation of corporate bonds in Eastern Europe. The article lists the main transactions in corporate bonds during their life cycle. The difference between the concepts of "corporate bond issue" and "corporate bond circulation" is substantiated. An analysis of the specifics of corporate bond regulation on the example of Ukraine, Bulgaria, Poland, Romania, Slovakia, Slovenia, Hungary and Croatia is carried out. The list of the basic laws of the countries of Eastern Europe regulating issue and circulation of corporate bonds is given. The common and distinctive features in the reporting and methods of information disclosure by corporate bond issuers in Ukraine and other Eastern European countries are analyzed. The structure of the corporate bond issue prospectus is determined. The main innovations in the Ukrainian legislation on the regulation of the issue and circulation of corporate bonds are analyzed.

**Keywords:** issue of corporate bonds, circulation of corporate bonds, regulation of corporate bonds, Eastern European countries, issue prospectus, disclosure of information by issuers.

**JEL classification:** G15, G18, G38, F30

**Постановка проблеми.** На формування та розвиток ринку корпоративних облигацій впливають всевітня регуляторна реформа та інші ініціативи державної політики, що стосуються всіх фінансових ринків. Політичні, законодавчі, регуляторні та фінансові зміни повинні бути добре адаптовані для підтримки життєвості реальної економіки, яку забезпечують ринки

корпоративних облигацій (як внутрішні, так і міжнародні). Політика фінансового ринку в цілому не повинна гальмувати ринки облигацій, а має забезпечувати оптимальну взаємодію інвесторів та емітентів. Історичні приклади показують, як регулювання, законодавство та інші аспекти публічної політики можуть стимулювати ринки корпоративних облигацій до процвітання

або гальмувати їх. Нині доступ до ринків облігацій має обмежений характер для більшості підприємств через високу вартість емісії, але ринок корпоративних облігацій продовжує розширюватися. Важливо, щоб політика та регулювання забезпечували доступність ринку як для великих, так і для середніх та малих підприємств. Нормативно-правове регулювання ринку корпоративних облігацій є ключовим чинником, який визначає можливість залучення фінансових ресурсів за допомогою даного боргового інструменту від національних та іноземних інвесторів. У цьому аспекті важливо приділити увагу не лише питанню конкретних нових регуляторних та політичних ініціатив, а й ретельному перегляду загальної правової та регуляторної бази.

#### **Аналіз останніх досліджень і публікацій.**

Питанню порівняння українського та європейського законодавства щодо регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій присвячено роботу Ю. Безручко [1]. Дослідження А. Бровкової [2] розкриває питання регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні. Дослідження нормативно-правової бази емісії та обігу корпоративних облігацій у країнах Східної Європи обмежуються публікаціями щодо окремих країн. Отже, на разі в науковій літературі відсутнє комплексне дослідження питання регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій у східноєвропейських країнах. Окрім того, забезпечення розвитку ринку корпоративних облігацій України потребує виявлення різниці між вимогами до звітності, способами розкриття інформації та основними регулятивними перешкодами для емітентів корпоративних облігацій порівняно з іншими країнами Східної Європи.

**Мета статті** полягає у систематизації та аналізі нормативно-правової бази щодо емісії та обігу корпоративних облігацій у країнах Східної Європи.

**Виклад основного матеріалу.** Життєвий цикл корпоративних облігацій охоплює три етапи (емісія, обіг та викуп), які регулюються в Україні Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, а в Болгарії, Польщі, Румунії, Словаччині, Словенії, Угорщині, Хорватії та Чехії – Європейським комітетом із цінних паперів.

Законами, що регулюють питання щодо емісії та обігу корпоративних облігацій у країнах Східної Європи, є такі: Закон Болгарії «Про публічну пропозицію цінних паперів» [3], Закон Польщі «Про облігації» [4], Закон Румунії «Про емітентів фінансових інструментів та ринкові операції» [5], Закон Словаччини «Про облігації» [6], Закон Словенії «Про цінні папери» [7], Закон Угорщини «Про ринок капіталу» [8], Закон Хорватії «Про емісію та торгівлю цінними паперами» [9], Положення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу» [10].

Відповідно до Закону «Про цінні папери та фондовий ринок», під емісією цінних паперів слід розуміти «сукупність дій емітента, що провадяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їхніх перших власників» [11]. Отже, корпоративна облігація розміщується на первинному ринку для здійснення операції купівлі/продажу між емітентом та інвестором, що може здійснюватися на основі приватного чи публіч-

ного розміщення. Етапи емісії для зазначених випадків регулюються Розділом II Положення НКЦПФР «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу» [10].

Відповідно до Закону Польщі «Про облігації», емісія корпоративних облігацій для інвесторів, кількість яких менше 149 осіб, здійснюється у формі приватної пропозиції, а для більшої кількості інвесторів (або неозначеного кола інвесторів) – у формі публічної пропозиції [4]. Для спрощення процесу емісії корпоративних облігацій у Польщі у 2018 р. прийнято Закон «Про внесення змін до деяких актів у зв'язку з посиленням нагляду за фінансовим ринком та захистом інвесторів», яким регламентовано зобов'язання емісійного агента брати участь у випуску корпоративних облігацій. Цим пунктом було розширено Закон «Про ринок капіталу». На думку законодавця, виконання зобов'язання використовувати допомогу емісійного агента полягає у сприянні емітентам здійсненню процесу реєстрації боргових цінних паперів у депозитарії. Запропонована законодавцем концепція має багато наслідків, що не враховувалися під час її розроблення. Перспектива збільшення витрат на боргове фінансування перевищує вигоди, прийняті законодавцем. Вигоди, які можна було б отримати у підтримці емітентів у процесі реєстрації цінних паперів, є примарними. Слід зазначити, що законодавець усунув спрощений спосіб дематеріалізації облігацій і замінив його більш дорогою і складною реєстрацією в депозитарії цінних паперів, що діє відповідно до положень ЕРАФ. Попри те, що такі зміни дають змогу запровадити додатковий інституційний механізм захисту інвесторів на ринку корпоративних облігацій, вартість даного фінансового інструмента як джерела фінансування діяльності польських підприємств зросла [12].

У Словаччині емісія корпоративних облігацій переважно здійснюється через посередників (інвестиційні банки), що дає змогу зменшити трансакційні витрати на користь емітента. Відповідно до поправки CFO.sk, було спрощено процедуру для емісії без публічної пропозиції, зокрема скасовано необхідність подання умов випуску на затвердження Національному банку Словаччини та зобов'язання опублікувати умови випуску у періодичних виданнях із загальнодержавним висвітленням. Таким чином, емітенти та інвестори можуть домовитися про будь-які умови випуску, облігації необхідно лише зареєструвати у Центральному депозитарії цінних паперів [13].

Болгарія для регулювання емісії корпоративних облігацій використовує Регламент ЄС 2017/1129 з 21 липня 2019 р. Цей Регламент разом із супровідним законодавством (Нове законодавство про проспекти ЄС) застосовується безпосередньо в Європейському Союзі, включаючи Болгарію, як для власних, так і для боргових інструментів. Проект закону «Про внесення змін до Болгарського закону про публічне розміщення цінних паперів» (POSA), який встановлює режим місцевого проспекту згідно з попередньою Директивою про проспекти, був поширений для громадського обговорення в лютому 2020 р. і, як очікується, буде прийнятий найближчим часом. До тих пір «старий національний режим» до нового положення про проспект тимчасово зберігається з метою досягнення плавного переходу. Згідно з новим законодавством ЄС, проспект

повинен бути складений, затверджений компетентним регулятором (FSC) та опублікований до початку публічної пропозиції цінних паперів та/або допуску корпоративних облігацій до торгівлі на регульованому ринку [14].

Відповідно до українського законодавства, під обігом корпоративних облігацій розуміють «учинення правочинів, пов'язаних із переходом прав на цінні папери і прав за цінними паперами, крім договорів, що укладаються у процесі емісії, під час викупу цінних паперів їх емітентом та купівлі-продажу емітентом викуплених цінних паперів» [11]. Отже, здійснення продажу корпоративних облігацій їх першому власнику, який вирішив вкласти інвестиції у діяльність підприємства за результатом розгляду проспекту облігацій, є операцією щодо емісії корпоративних облігацій. Операції щодо обігу корпоративних облігацій охоплюють договори купівлі/продажу на вторинному ринку, міни та дарування.

Отже, у процесі обігу щодо корпоративних облігацій можуть бути здійснені умовні та безумовні правочини. Умовні правочини пов'язані з операціями, закладеними в договір про відчуження прав на облігації та прав за облігаціями. Безумовні правочини охоплюють такі події: виконавче провадження (виконання рішень судів та інших органів), смерть власника (перехід права на облігації та за облігаціями до спадкоємців), розлучення співвласників (облігації можуть бути об'єктом майнових спорів), корпоративні операції емітента (дроблення, консолідація, конвертація, анулювання), операції, ініційовані НКЦПФР (накладення санкції, зупинення розміщення та ін.) [15].

Емітенти, корпоративні облігації яких розміщені та/або допущені до обігу на території України, зобов'язані розкривати щоквартальну та щорічну інформацію за вимогами, що висуваються до всіх емітентів цінних паперів, окрім тих, які уклали договори про управління активами таких корпоративних інвестиційних фондів із компаніями з управління активами. Відповідно до розділу II Положення НКЦПФР № 2826 від 03.12.2013, емітенти корпоративних облігацій повинні не пізніше 30-го числа наступного місяця після звітного розкривати регулярну щоквартальну інформацію, а не пізніше 30 квітня наступного після звітного року – регулярну щорічну інформацію [16]. Такі ж обмеження до емітентів накладаються регуляторами інших досліджуваних країн Східної Європи.

Шляхами розкриття інформації на фондовому ринку України є: (1) сайт НКЦПФР [www.stockmarket.gov.ua](http://www.stockmarket.gov.ua); (2) опублікування в одному з офіційних друкованих видань ВРУ, КМУ або НКЦПФР; (3) власний сайт емітента; (4) подання до НКЦПФР. В інших досліджуваних країнах Східної Європи оприлюднення інформації регулюється Директивою 2013/50/ЄС [17], відповідно до якої емітенти повинні оприлюднити інформацію так, щоб донести її до відома всіх інвесторів ЄС. Реалізація даної вимоги частково покладається на регулятивні органи кожної країни, у межах яких має функціонувати механізм зберігання даних (ОАМ), щоб забезпечити доступ громадськості до інформації, розкритої компаніями, що котируються на біржі. Однак доступ до такої інформації на загальноєвропейській основі нині ускладнений і передбачає використання різних національних баз даних, які недостатньо взаємопов'язані [18].

Нині Україна знаходиться на завершальній стадії впровадження Системи фінансової звітності, яка передбачає використання електронного формату, що встановлено Законом «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» [19]. Даний аспект є важливим для забезпечення доступу до достовірної інформації підприємства про операції щодо цінних паперів, структуру капіталу, рівень корпоративного управління, можливості виплати зобов'язань тощо. Надійність поданої інформації визначає можливість формування реалістичних аналітичних висновків щодо потенціалу та перспектив підприємства, тому контроль над достовірністю, а також відповідністю національним та міжнародним стандартам здійснюється НКЦПФР на засадах Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Уніфікована інформація щодо фінансової звітності підприємств стала доступною завдяки укладенню «Меморандуму про взаєморозуміння щодо розроблення і запровадження Системи фінансової звітності», до якого долучилися Національний банк України, Міністерство фінансів України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національна комісія, що здійснює регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Державна податкова служба України, Державна служба статистики України та Орган суспільного нагляду за аудиторською діяльністю [20].

Болгарія, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія, Угорщина та Хорватія, будучи членами ЄС, підпадають під дію Директиви 2003/71/ЄС щодо правил підготовки проспекту емісії корпоративних облігацій та інформації, яка повинна в них міститися. Залежно від характеру емітента проспект містить усю необхідну інформацію, що дає змогу інвесторам робити обґрунтовану оцінку активів та зобов'язань, фінансового стану, прибутку і збитків та перспектив емітента й будь-якого гаранта. Отже, інформація, що міститься в проспекті, повинна бути точною та повною та подаватися у легко аналізованій та зрозумілій формі.

Проспект може складатися у вигляді: (1) одного документа (що містить усю інформацію в одному документі); (2) окремих документів (інформація міститься в декількох окремих документах), що складається з: реєстраційного документа (що містить інформацію про емітента), примітки щодо цінних паперів (що містить інформацію про корпоративні облігації, що пропонуються широкому загалу або допускаються до торгів на регульованому ринку) та короткого викладу (коротко про основну інформацію, що дає змогу інвесторам зробити обґрунтовану оцінку характеристик та ризиків, пов'язаних з емітентом, будь-яким гарантом та цінними паперами).

Окрім усього іншого, Положення про проспект вимагає включення до проспекту такої інформації: (1) інформація про емітента; (2) фактори ризику, характерні для емітента та корпоративних облігацій; (3) перевірена фінансова інформація, що охоплює останні три фінансові роки, підготовлена відповідно до IFRS; (4) подробиці будь-якого судового провадження за останній рік; (5) інформація про суттєві зміни тенденцій або фінансового стану емітента з часу останнього фінансового періоду; (6) інформація про членів адміністративних, управлінських або наглядових органів, вищого керівництва та засновників емітента з

винагородою, вигодами та частками в акціях емітента та стосовно корпоративного управління компанією; (7) дані про основних акціонерів емітента, про інтереси яких слід повідомляти відповідно до національного законодавства емітента; (8) подробиці операцій із пов'язаними сторонами; (9) опис політики емітента щодо розподілу дивідендів та будь-які обмеження щодо них; (10) короткий зміст матеріальних контрактів, укладених поза звичайним ходом діяльності за останні два роки, що передували публікації; (11) заяви про відповідальність від компанії, директорів та будь-яких запропонованих директорів, що підтверджують, що вони приймають відповідальність за інформацію, що міститься в проспекті, і що така інформація відповідає фактам і не містить жодних упушень, які могли б вплинути на її зміст [21].

Відповідно до підходу ЄС, що регламентується Директивою 2003/71/ЄС та Міжнародної організації комісій із цінних паперів, що регламентується «Принципами та цілями регулювання ринку цінних паперів», рівень розкриття інформації, який надається емітентами, повинен відповідати обставинам інвесторів. Наприклад, оскільки роздрібні та інституційні інвестори купують акції в очікуванні отримання прибутків від своїх інвестицій під час продажу цінних паперів, вони розглядаються як такі, що особливо зацікавлені в операціях та фінансових перспективах емітента. Відповідно до Директиви про проспект, емітенти акцій зобов'язані розкривати інформацію про їхній фінансовий стан, будь-які відомі тенденції чи невизначеності, які можуть мати істотний вплив на їхні перспективи, а також інформацію про їхні адміністративні, управлінські та наглядові органи.

З іншого боку, інвестори боргових цінних паперів є тримачами корпоративних облигацій до їх зрілості з метою отримання регулярних платежів. Ці інвестори розглядаються як зацікавлені в інформації щодо фінансових результатів господарської діяльності протягом певного проміжку часу та умов боргових цінних паперів, а не специфіки корпоративного управління. Їхні потреби в розкритті інформації обмежуються інформацією про здатність емітента сплачувати відсотки за борговими цінними паперами та сплачувати основну суму за корпоративними облигаціями, а не будь-який потенційний прибуток від перепродажу облигацій на вторинних ринках. Уважається, що інвестори корпоративних облигацій несуть менший інвестиційний ризик, оскільки вони мають пріоритет перед власниками акцій в отриманні виплат за будь-якими непогашеними зобов'язаннями, якщо емітент стає неплатоспроможним. Як результат, проспекти публічного розміщення облигацій не повинні включати розділ «Обговорення та аналіз управління» (Management Discussion and Analysis – MD&A), інформацію про винагороду та пільги, що виплачуються членам їхніх адміністративних, управлінських або наглядових органів, або пов'язані з цим операції. Ці пункти розкриття інформації необхідні для проспектів, що стосуються акцій [22].

Прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав споживачів фінансових послуг» № 122-IX від 20.09.2019 дало змогу встановити оптимальну систему захисту прав споживачів фінансових послуг, головним аспектом якої є реалізація заходів щодо залучення

інвестицій, захисту інтересів інвесторів, а також виконання зобов'язань відповідно до Угоди «Про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони» [23].

Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» [24] дав змогу імплементувати нормативно-правову основу ЄС, а також урегулювати такі питання емісії та обігу корпоративних облигацій: діяльність торговців цінними паперами, які було трансформовано в інвестиційні фірми, що дало змогу розширити доступний спектр послуг; перелік фінансових інструментів за рахунок опціонних сертифікатів, зелених облигацій, депозитарних розписок; діяльність клірингових установ відповідно до міжнародних стандартів.

Варто зазначити, що в 2020 р. в Україні було спрощено кліринг операцій щодо корпоративних облигацій на основі Постанови НБУ «Про затвердження Змін до Положення про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України» [25]. На відміну від попередньої редакції Постанова доповнена додатком, який уточнює права та обов'язки НБУ та емітентів корпоративних облигацій в операціях щодо купівлі (продажу). Окрім того, описано процедури, які дають змогу надавати в заставу Національному банку корпоративні облигації для отримання рефінансування.

Закон України «Про акціонерні товариства» від 16.08.2020 дав змогу врегулювати питання корпоративного управління відповідно до таких нормативних актів ЄС: Директива № 2007/36/ЄС від 11.06.2007 «Про реалізацію окремих прав акціонерів у лістингових компаніях»; Директива № 2017/1132/ЄС від 14.06.2017 «Стосовно деяких аспектів законодавства про компанії».

Операції щодо емісії та обігу корпоративних облигацій пов'язані з процесом отримання доходу: емітентом у результаті розміщення облигацій, інвестором – у процесі погашення та/або продажу облигацій. Учасники даного процесу підлягають оподаткуванню, що регулюється Податковим кодексом України та Національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку. Операції щодо розміщення, продажу, викупу та погашення облигацій не оподатковуються податком на додану вартість. Зважаючи на той факт, що процес відчуження супроводжується збільшенням прибутку, залучені кошти підпадають під оподаткування прибутку. Із цією метою у законодавчій базі передбачено коригування, які дають змогу виключити доходи від продажу облигацій з об'єкта оподаткування. Варто зазначити, що власники облигацій отримують пасивний дохід від корпоративних облигацій, який є об'єктом податку на доходи фізичних осіб.

Виходячи з вищезазначеного, нормативно-правове регулювання емісії та обігу корпоративних облигацій в Україні здійснюється на основі законів, кодексів, положень та інших нормативно-правових актів. Решта досліджуваних країн Східної Європи належать до ЄС, тож окрім національних законів та нормативно-правових актів мають наднаціональні директиви ЄС, а саме: Директива 2003/71/ЄС «Про проспекти, що підлягають опублікуванню за відкритої пропозиції цінних паперів

або виставлення їх на продаж», що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС [21], та Директива 2013/50/ЄС «Про внесення змін до Директиви про прозорість» [17]. Прийняття цих директив спрямоване на забезпечення єдиного стандарту якості до цінних паперів на ринку ЄС, що забезпечує довіру інвесторів як до ринку, так і до його емітентів, а також на вирівнювання доступності даного джерела фінансування для всіх європейських підприємств. Однак для МСП даний спосіб залучення боргового капіталу виявляється досить дорогим, тому останні залишаються прихильниками банківського кредитування.

На глобальному рівні регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій здійснює Міжнародна організація комісій із цінних паперів (The International Organization of Securities Commissions – IOSCO), яка об'єднує світові регулятори цінних паперів та визначає глобальним установником стандартів для сектору цінних паперів. Україна підписала Багатосторонній меморандум про взаєморозуміння (ММоУ) IOSCO 26 вересня 1996 р.

Досягнення цілей ММоУ передбачає впровадження «Принципів та цілей регулювання ринку цінних паперів» IOSCO, які охоплюють 38 принципів, що стосуються регулятора ринку цінних паперів, само-

регулювання, правозастосування, співробітництва у регулюванні, надавачів інформаційних послуг, колективного інвестування, ринкових посередників та вторинного ринку [26].

**Висновки.** Регулювання ринку корпоративних облігацій у Болгарії, Польщі, Румунії, Словаччині, Словенії, Угорщині та Хорватії сприяє захисту інвесторів, але ускладнює процес залучення капіталу малими та середніми підприємствами на основі даного фінансового інструмента. В Україні спостерігається зворотна ситуація: регулювання процедури емісії та операцій щодо корпоративних облігацій доступне для широкого кола підприємств, але інвестиційна привабливість національного ринку корпоративних облігацій є низькою через недостатній рівень захисту прав інвесторів. Зважаючи на зазначене, центральні депозитарії, фондової біржі та контролюючі органи Болгарії, Польщі, Румунії, Словаччині, Словенії, Угорщини та Хорватії повинні розглянути питання зниження вартості процедури емісії корпоративних облігацій, щоб зробити її більш економічно ефективною. Також регуляторам країн Східної Європи слід розглянути можливість надання шаблону проспекту. Якщо ці шаблони будуть прийняті, це дасть змогу швидше затверджувати випуски облігацій.

#### Список використаних джерел:

1. Безручко Ю.В. Правове регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в Європейському Союзі та в Україні. Київ : Центр учбової літератури, 2007. 212 с.
2. Бровкова А.Л. Еволюція фінансово-правового регулювання ринку цінних паперів в Україні. *Scientific Papers of the Legislation Institute of the Verkhovna Rada of Ukraine*. 2014. № 1. С. 30–36.
3. EBRD. Law on public offering of securities. URL: <https://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/bulgarsm.pdf>
4. Internetowy System Aktów Prawnych. Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. z 2015 r., poz. 238 z późn zm.). URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000238>
5. Autoritatea de Supraveghere Financiară. Legea nr. 24/2017 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață. URL: [https://asfomania.ro/files/capital/legi/Lege%2024\\_2017.pdf](https://asfomania.ro/files/capital/legi/Lege%2024_2017.pdf)
6. Úrad vlády Slovenskej republiky. Zákon z 26. novembra 1990 o dlhopisoch. URL: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/1990/530/>
7. Služba Vlade Republike Slovenije za zakonodajo. Zakon o vrednostnih papirjih. <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=ZAKO2420&d-49682-p=4>
8. Wolters Kluwer Hungary Kft. 001. évi CXX. Törvény a tőkepiacról. URL: <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a0100120.tv>
9. Narodne novine. Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima. URL: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/1995\\_1\\_2\\_107\\_1768.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/1995_1_2_107_1768.html)
10. НКЦПФР. Положення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0843-18#Text>
11. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
12. Tomasz Sójka, Adrian Rycersk. Agent emisji obligacji. URL: <https://ikar.wz.uw.edu.pl/images/numery/62/09.pdf>
13. CFO.sk. 2014. Novela emisie dlhopisov ulahci, na zmenu to nestači. 2014. URL: <http://www.cfo.sk/articles/novela-emisie-dlhopisov-ulahci-na-zmenu-to-zatial-nestaci#.YH2MzegzZPY>
14. CEE Legal Matters. Capital Markets in Bulgaria. URL: <https://ceelegalmatters.com/capital-markets-2020/capital-markets-bulgaria-2020>
15. Козак В., Москвін С., Посполітак В. Фінансові інструменти: операції з облігаціями. Київ : DESPRO, 2019. 132 с.
16. НКЦПФР. Положення «Про розкриття інформації емітентами цінних паперів». URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=10672070>
17. EUR-Lex. Directive 2013/50/EU. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32013L0050>
18. European Commission. Transparency requirements for listed companies. URL: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies_en)
19. Закон України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/996-14#Text>
20. Меморандум «Про взаєморозуміння щодо розробки і запровадження системи фінансової звітності». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0102201-17#Text>
21. EUR-Lex. Directive 2003/71/EC. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32003L0071>
22. Thinggaard F., Jeppesen C.S., Madsen K. The information content of note disclosures and MD&A information in the financial report. *Danish Journal of Management & Business*. 2015. № 4. P. 25–42.
23. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав споживачів фінансових послуг». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/122-20#Text>

24. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>
25. Постанова «Про затвердження Змін до Положення про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0119500-20#Text>
26. The International Organization of Securities Commissions. Objectives and Principles of Securities Regulation. 2017. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>

### References:

1. Bezruchko Yu.V. (2007). *Pravove rehulivannia rynku tsinnykh paperiv ta investytsiinykh fondiv v Yevropeiskomu Soiuzi ta v Ukraini* [Legal regulation of the securities and investment funds market in the European Union and in Ukraine]. Kyiv: Tsentr uchbovoi literatury. (in Ukrainian)
2. Brovkova A.L. (2014). *Evolutsiia finansovo-pravovoho rehulivannia rynku tsinnykh paperiv v Ukraini* [Evolution of financial and legal regulation of the securities market in Ukraine]. *Scientific Papers of the Legislation Institute of the Verkhovna Rada of Ukraine*, no. 1, pp. 30–36.
3. EBRD. Law on public offering of securities. Available at: <https://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/bulgarsm.pdf>
4. Internetowy System Aktów Prawnych. Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach. Available at: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000238>
5. Autoritatea de Supraveghere Financiară. Legea nr. 24/2017 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață. Available at: [https://asfr.ro/files/capital/legi/Lege%2024\\_2017.pdf](https://asfr.ro/files/capital/legi/Lege%2024_2017.pdf)
6. Úrad vlády Slovenskej republiky. Zákon z 26. novembra 1990 o dlhopisoch. Available at: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/1990/530/>
7. Služba Vlade Republike Slovenije za zakonodajo. Zakon o vrednostnih papirjih. Available at: <http://www.pisrs.si/Pis.web/pre-gledPredpisa?id=ZAKO2420&d=49682-p=4>
8. Wolters Kluwer Hungary Kft. 001. évi CXX. Törvény a tőkepiacról. Available at: <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a0100120.tv>
9. Narodne novine. Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima. Available at: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/1995\\_12\\_107\\_1768.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/1995_12_107_1768.html)
10. NSSMC. Polozhennia Natsionalnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku Ukrainy «Pro poriadok zdiisnennia emisii oblihasii pidpriemstv ta yikh obihu» [On the procedure for issuing corporate bonds and their circulation]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0843-18#Text>
11. VRU. Zakon Ukrainy «Pro tsinni papery ta fondovyi rynek» [About securities and the stock market]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
12. Sójka T., Rycerski A. (2019). Agent emisji obligacji. Available at: <https://ikar.wz.uw.edu.pl/images/numery/62/09.pdf>
13. CFO.sk. (2014). Novela emisie dlhopisov ulahčí, na zmenu to nestačí. Available at: <http://www.cfo.sk/articles/novela-emisie-dlhopisov-ulahci-na-zmenu-to-zatial-destaci#.YH2MzegZPY>
14. CEE Legal Matters. Capital Markets in Bulgaria. Available at: <https://ceelegalmatters.com/capital-markets-2020/capital-markets-bulgaria-2020>
15. Kozak V., Moskvina S., Pospolitak V. (2019). *Finansovi instrumenty: operatsii z oblihasiiamy* [Financial instruments: bond transactions]. Kyiv: DESPRO. (in Ukrainian)
16. NSSMC. Polozhennia «Pro rozkryttia informatsii emitentamy tsinnykh paperiv» [On disclosure of information by issuers of securities]. Available at: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=10672070>
17. EUR-Lex. Directive 2013/50/EU. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32013L0050>
18. European Commission. Transparency requirements for listed companies. Available at: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies_en)
19. VRU. Zakon Ukrainy «Pro bukhholderskyi oblik ta finansovu zvitnist v Ukraini» [On accounting and financial reporting in Ukraine]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/996-14#Text>
20. VRU. Memorandum «Pro vzaiemorozuminnia shchodo rozrobky i zaprovadzhennia systemy finansovoi zvitnosti» [On mutual understanding on the development and implementation of the financial reporting system]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0102201-17#Text>
21. EUR-Lex. Directive 2003/71/EC. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32003L0071>
22. Thinggaard F., Jeppesen C.S., Madsen K. (2015). The information content of note disclosures and MD&A information in the financial report. *Danish Journal of Management & Business*, no. 4, pp. 25–42.
23. VRU. Zakon Ukrainy «Pro vnesennia zmin do deiakykh zakonodavchykh aktiv Ukrainy shchodo zakhystu prav spozhyvachiv finansovykh posluh» [About modification of some legislative acts of Ukraine concerning protection of the rights of consumers of financial services]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/122-20#Text>
24. VRU. Zakon Ukrainy «Pro vnesennia zmin do deiakykh zakonodavchykh aktiv Ukrainy shchodo sproshchennia zaluchennia investytsii ta zaprovadzhennia novykh finansovykh instrumentiv» [On amendments to some legislative acts of Ukraine to simplify the attraction of investments and the introduction of new financial instruments]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>
25. VRU. Postanova «Pro zatverdzhennia Zmin do Polozhennia pro provadzhennia depozytarnoi i klirynhovoї diialnosti ta zabezpechennia zdiisnennia rozrakhunkiv za pravochynamy shchodo tsinnykh paperiv Natsionalnym bankom Ukrainy» [On Approval of Amendments to the Regulations on Depository and Clearing Activities and Ensuring Settlements on Securities Transactions by the National Bank of Ukraine]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0119500-20#Text>
26. The International Organization of Securities Commissions (2017). Objectives and Principles of Securities Regulation. Available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>