

УДК 346.7:62

DOI <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2026.02.1.56>

ГОСПОДАРСЬКО-ПРАВОВІ ОСОБЛИВОСТІ ЗМІНИ АДМІНІСТРАТОРА ЗА ВИПУСКОМ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

Корчев Ю.Д.,

здобувач вищої освіти ступеня доктора філософії
Державної установи «Інститут економіко-правових досліджень
імені В.К. Мамутова Національної академії наук України»

ORCID: 0009-0004-5360-9685

e-mail: yuriy.korchev@gmail.com

Корчев Ю.Д. Господарсько-правові особливості зміни адміністратора за випуском корпоративних облігацій.

У статті досліджується правовий механізм заміни адміністратора за випуском облігацій відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» та суміжного регулювання НКЦПФР, зокрема в умовах воєнного стану, коли регулятор розширив коло суб'єктів, що можуть виступати адміністраторами, дозволивши це також адвокатським об'єднанням.

Аналізуються підстави припинення повноважень адміністратора, та встановлені законом строки призначення нового адміністратора. Детально розглядається двоетапна процедура фактичної заміни адміністратора, що включає укладення договору про призначення нового адміністратора та обов'язкову реєстрацію відповідних змін до проспекту (рішення про емісію) в НКЦПФР. Наголошується на практичній обтяжливості цієї процедури та ризику послаблення захисту прав облігаціонерів у перехідний період.

Окремо досліджується механізм правонаступництва відповідно до якого у разі реорганізації адміністратора шляхом злиття, поділу, приєднання або перетворення його повноваження автоматично переходять до правонаступника. Обґрунтовується можливість практичного використання цього механізму – зокрема, через приєднання нового адміністратора до чинного - як більш операційно зручної альтернативи загальному порядку заміни, що дозволяє уникнути необхідності скликання зборів власників облігацій та затримок, пов'язаних із реєстраційними процедурами.

Стаття також порушує питання щодо можливості залучення «функціонального» співадміністратора в умовах законодавчого імперативу єдності адміністратора. Обґрунтовується правомірність використання агентського договору або договору доручення як правової основи для делегування функцій адміністратора третій особі без порушення вимог закону. Розмежовуються поняття «зареєстрованого» та «функціонального» адміністратора, аналізуються переваги та ризики відповідної конструкції.

З метою порівняльно-правового аналізу розглядається британська модель регулювання на підставі The Regulated Covered Bonds Regulations 2008 та FCA Handbook, яка передбачає спрощений повідомний порядок зміни адміністратора без попередньої реєстрації змін у регулятора.

Ключові слова: ринок капіталу, НКЦПФР, обіг цінних паперів, корпоративні облігації, забезпечені облігації, адміністратор облігацій, зміна адміністратора за випуском облігацій, правонаступництво, реорганізація, агентський договір.

Korchev Y.D. Legal aspects of changing an asset pool monitor for regulated covered bond.

The article is devoted to the legal mechanism for changing the administrator for bond issues in accordance with the Law of Ukraine 'On Capital Markets and Organised Commodity Markets' and related regulations of the National Securities and Stock Market Commission, in particular during the martial law, when the regulator expanded the circle of entities that can act as administrators, allowing law firms to do so as well.

The grounds for termination of the administrator's powers and the time limits for appointing a new administrator established by law are analysed. The two-stage procedure for the change of the administrator is considered in detail, which includes the conclusion of an agreement on the appointment of a new administrator and the mandatory registration of the relevant changes to the prospectus (decision on the issue) with the NSSMC. The practical burden of this procedure and the risk of weakening the protection of bondholders' rights during the transition period are emphasised.

The mechanism of succession is examined separately, according to which, in the event of the administrator's reorganisation through merger, division, accession or transformation, its powers are automatically transferred to the successor. The possibility of practical use of this mechanism is justified,

in particular, through the accession of a new administrator to the existing one, as a more operationally convenient alternative to the general replacement procedure, which avoids the need to convene a meeting of bondholders and delays associated with registration procedures.

The article also raises the question of the possibility of involving a 'functional' co-administrator in the context of the legislative imperative of administrator unity. It justifies the legitimacy of using an agency agreement as a legal basis for delegating the functions of an administrator to a third party without violating the requirements of the law. It distinguishes between the concepts of a 'registered' and a 'functional' administrator and analyses the advantages and risks of the respective structure.

For the purposes of comparative legal analysis, the UK regulatory model based on The Regulated Covered Bonds Regulations 2008 and the FCA Handbook is considered, which provides for a simplified notification procedure for changing the administrator without prior registration of changes with the regulator.

Key words: capital market, NSSMC, securities trading, corporate bonds, covered bonds, bond issue administrator, change of an asset pool monitor, succession, reorganisation, agent agreement.

Постановка проблеми. Інститут адміністратора за випуском облігацій є порівняно новим для вітчизняного ринку капіталів, проте відіграє ключову роль у забезпеченні захисту прав інвесторів. Адміністратор виступає посередником між емітентом та власниками облігацій, здійснює нагляд за виконанням умов емісії, представляє інтереси облігаціонерів у разі дефолту та виконує інші функції, передбачені законом і проспектом.

Разом із тим у практиці виникають ситуації, коли заміна адміністратора стає необхідністю - внаслідок неналежного виконання ним своїх функцій, ліквідації, настання конфлікту інтересів або реорганізації. Незважаючи на очевидну потребу в ефективному механізмі заміни, чинне законодавство України передбачає доволі ускладнену процедуру, яка вимагає внесення змін до проспекту (рішення про емісію) та їх реєстрації в Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі - НКЦПФР). Це об'єктивно уповільнює реагування на несприятливі обставини і може завдати шкоди власникам облігацій.

Стан наукової розробки. Емпіричною базою для написання цієї статті став аналіз законів України та інші нормативно-правові акти ухвалені Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (надалі - «НКЦПФР», або «Комісія», або «Регулятор») щодо корпоративних облігацій і їх адміністрування. Дослідженню фондового ринку присвячені роботи вітчизняних науковців, серед яких О.В. Гарагонич, І.В. Дем'яненко, Л.М. Поєдинок, Г.В. Решетова, Б. С. Стеценко, О.В. Чернова, В.М. Попко, І.Р. Шпакович та ін.

Втім, варто зауважити, що окреслена нами проблематика й надалі залишається недостатньо вивченою на рівні наукових розробок, що й обумовлює необхідність здійснення її ґрунтовного опрацювання.

Метою представленої наукової статті є науково-практичний аналіз господарсько-правового регулювання заміни адміністратора за випуском облігацій і, за потреби, внесення відповідних змін до рішення про емісію корпоративних облігацій, а також розроблення рекомендацій щодо структурування відносин, зокрема, базуючись на закордонному досвіді.

Виклад основного матеріалу.

Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (далі - «Закон 3480-IV») [1] деталізовано порядок призначення адміністратора за випуском облігацій. В свою чергу, НКЦПФР, на період дії воєнного стану запровадила певні відступлення від загальних правил і дозволила не тільки фінансовим установам, а й адвокатським об'єднанням виступати в якості адміністратора. [2]

Статті 114-115 Закону 3480-IV визначають підстави припинення повноважень адміністратора та порядок призначення нового. Підставами для припинення повноважень є: відмова адміністратора від призначення; усунення від виконання обов'язків; встановлення невідповідності вимогам закону; ліквідація юридичної особи-адміністратора; скасування реєстрації випуску; рішення зборів власників облігацій у передбачених законом випадках.

Після припинення повноважень адміністратора у зв'язку з будь-якою з перелічених підстав емітент зобов'язаний призначити нового адміністратора. Закон встановлює суворі строки: протягом одного місяця з дати припинення повноважень - якщо для цього не потрібне проведення публічних закупівель, або протягом трьох місяців - якщо таке проведення є обов'язковим (ч. 7 ст. 115 Закону 3480-IV).

Ключовою особливістю процедури заміни є обов'язкове внесення змін до проспекту (рішення про емісію) та реєстрація таких змін відповідно до нормативних актів Комісії [3], [4]. Відповідно до ч. 1 ст. 115 Закону 3480-IV, повноваження адміністратора, за загальним правилом, припиняються

з дати реєстрації змін до проспекту (рішення про емісію). Аналогічно, новий адміністратор набуває повноважень з часу реєстрації проспекту або відповідних змін до нього (ч. 5 ст. 114 Закону 3480-IV).

Таким чином, фактична заміна адміністратора є двоетапним процесом: (1) укладення договору про призначення адміністратора між емітентом та новим адміністратором; (2) внесення та реєстрація змін до проспекту (рішення про емісію) в НКЦПФР. Обидва етапи є обов'язковими, і жоден з них не може бути пропущений.

Описана процедура є обтяжливою з практичної точки зору. Реєстрація змін до проспекту в НКЦПФР потребує підготовки відповідного пакету документів, дотримання встановлених форм та строків розгляду. З огляду на завантаженість регулятора та процедурні вимоги, цей процес може тривати кілька тижнів. У цей перехідний період захист прав облігаціонерів об'єктивно послаблюється, оскільки фактично відбувається розрив у повноцінному адмініструванні випуску.

Варто також зазначити, що у разі відмови адміністратора від призначення або його усунення особа продовжує виконувати повноваження адміністратора до набуття повноважень новим адміністратором, але не довше трьох місяців (ч. 5 ст. 115 Закону 3480-IV). Це положення є важливою гарантією безперервності адміністрування, однак не вирішує системної проблеми – процедурної складності самої заміни.

На противагу, наприклад в Англії передбачено більш простий спосіб заміни адміністратора. Основний нормативний акт що регулює випуск забезпечених облігацій – The Regulated Covered Bonds Regulations 2008 (далі – «RCBR 2008») [5] – взагалі не унормовує окремого порядку зміни адміністратора.

Для Європейського Союзу та Великобританії є звичайною практикою коли різні регулятори надають роз'яснення у формі відповідей на запитання (Q&A), і вказівки щодо практичної інтерпретації тексту закону – так званий регуляторний 3 Рівень. На Рівні 3 національні наглядові органи, зокрема, відповідають за видання керівних принципів щодо впровадження правил (законів).

Тому, як роз'яснив місцевий регулятор – Financial Conduct Authority – у пункті 3.2.15 FCA Handbook [6] у разі зміни адміністратора емітент повинен повідомити регулятора про призначення нового адміністратора (в термінології RCBR 2008 – «монітора», англійською: «asset pool monitor»), вказавши ім'я нового адміністратора та детальну інформацію про причини зміни.

Тобто, передбачено більш простий порядок – повідомлення, без обов'язку попередньо погоджувати і реєструвати зміни у регулятора.

Окремого розгляду заслуговує механізм правонаступництва, передбачений ч. 6 ст. 115 Закону 3480-IV. Відповідно до цієї норми, у разі припинення адміністратора шляхом злиття, поділу, приєднання або перетворення його повноваження переходять до правонаступника. Принципово важливим є те, що у разі поглинання (приєднання) нового адміністратора до попереднього або злиття двох юридичних осіб, повноваження адміністратора автоматично переходять до юридичної особи- правонаступника без необхідності обрання нового адміністратора зборами власників облігацій, у порядку передбаченим Рішенням НКЦПФР № 1259 [7] чи укладення нового договору.

З практичної точки зору, це відкриває можливість для структурування заміни адміністратора через реорганізацію, зокрема шляхом приєднання нового адміністратора до чинного. В результаті такого приєднання чинний адміністратор припиняє своє існування як окрема юридична особа, а його правонаступником стає компанія, що поглинула його. Повноваження адміністратора у такому разі переходять до правонаступника в силу закону.

Разом із тим закон встановлює важливу вимогу: при поділі повноваження адміністратора можуть перейти лише до одного правонаступника. Це положення є логічним продовженням принципу єдності адміністратора (за одним випуском може бути призначений лише один адміністратор – ст. 114 Закону 3480-IV) та виключає можливість дроблення функцій адміністратора між декількома правонаступниками.

Незважаючи на автоматизм переходу повноважень, емітент зобов'язаний внести відповідні зміни до проспекту (рішення про емісію) для відображення нового адміністратора. Ця вимога носить, радше, інформаційно-реєстраційний характер: вона не впливає на момент набуття правонаступником повноважень адміністратора, однак є обов'язковою з точки зору регуляторного комплаєнсу.

Порівняно із загальним порядком заміни адміністратора, механізм правонаступництва є більш операційно зручним, оскільки дозволяє уникнути: необхідності обрання нового адміністратора зборами власників облігацій; повторного укладення договору про призначення адміністратора; затримок, пов'язаних із реєстраційними процедурами в НКЦПФР. Водночас цей механізм є більш складним з корпоративної точки зору, оскільки передбачає проведення реорганізації відповідно до вимог корпоративного законодавства України.

Залучення спів-адміністратора

Частина перша статті 114 Закону 3480-IV містить пряму та однозначну норму: «за випуском облігацій може бути призначений лише один адміністратор». Ця норма є імперативною і не допускає

відступу від неї за домовленістю сторін. Регулятор притримується такої ж позиції, проте, не відкидає можливості змін цієї концепції у майбутньому.

Обмеження, встановлене законодавцем, має певну обґрунтовану логіку. По-перше, єдність адміністратора унеможлиблює виникнення колізій між рішеннями кількох адміністраторів та забезпечує чіткість представництва інтересів власників облігацій. По-друге, встановлення єдиного центру відповідальності полегшує притягнення адміністратора до відповідальності за неналежне виконання обов'язків. По-третє, виключається ризик «роздвоєння» волевиявлення в критичних ситуаціях, зокрема, при дефолті емітента.

Разом із тим потреба в залученні додаткових суб'єктів до адміністрування випуску може виникати з різних практичних причин: необхідність спеціалізованої експертизи в певній сфері; географічні обмеження або бар'єри при транскордонних випусках; розширення операційних можливостей; підготовка до фактичної заміни адміністратора в перехідний період. Таким чином, виникає питання: чи може бути легально структуроване паралельне залучення другого суб'єкта до виконання функцій адміністратора без порушення законодавчого імперативу?

Системний аналіз чинного законодавства дозволяє стверджувати, що залучення «функціонального» співадміністратора є можливим за умови дотримання принципу єдності «зареєстрованого» адміністратора. Правовою основою такого залучення можуть слугувати, наприклад: (1) агентський договір, або (2) договір доручення.

За агентським договором адміністратор доручає агенту здійснювати від імені та за рахунок принципала або від свого імені, але за рахунок принципала певні юридичні та/або фактичні дії. Фактично, при використанні цієї конструкції «зареєстрований» адміністратор залишається єдиним офіційним адміністратором у розумінні закону, тоді як залучений агент виконує окремі функції або всі функції адміністратора від його імені.

Договір доручення передбачає, що повірений зобов'язується вчинити від імені та за рахунок довірителя певні юридичні дії [8]. Ця конструкція є більш вузькою порівняно з агентським договором, оскільки охоплює виключно юридичні (а не фактичні) дії та передбачає дію виключно від імені довірителя.

Обидві конструкції об'єднує те, що «співадміністратор» у правовому сенсі не набуває статусу адміністратора за законом. Він виконує делеговані функції, однак перед власниками облігацій та НКЦПФР відповідальним залишається «зареєстрований» адміністратор. Це є критично важливим з точки зору розмежування відповідальності.

У рамках запропонованої конструкції доцільно розрізняти два суб'єкти: (1) «зареєстрований» адміністратор - особа, яка офіційно призначена адміністратором, зазначена у проспекті (рішенні про емісію) та несе всю повноту відповідальності перед власниками облігацій відповідно до закону; (2) «функціональний» адміністратор (спів-адміністратор) - особа, яка залучається «зареєстрованим» адміністратором на підставі агентського договору або договору доручення для виконання окремих або всіх функцій адміністратора.

Перевагою такої конструкції є те, що вона: (а) не порушує вимогу ч. 1 ст. 114 Закону 3480-IV про єдність адміністратора; (б) не потребує реєстрації змін до проспекту (рішення про емісію) в НКЦПФР; (в) дозволяє оперативно змінювати виконавця функцій адміністратора без тривалих регуляторних процедур; (г) може використовуватися як перехідний механізм при підготовці до формальної заміни адміністратора.

Водночас слід враховувати ризики та обмеження цього підходу. По-перше, «зареєстрований» адміністратор несе повну відповідальність перед власниками облігацій за дії «функціонального/співадміністратора» адміністратора, що вимагає ретельного структурування відповідальності між ними у окремому договорі. По-друге, повноваження співадміністратора обмежені тим обсягом, який делегував йому «зареєстрований» - він не може самостійно реалізовувати права, не передані за договором. По-третє, у відносинах з третіми особами (власниками облігацій, емітентом, НКЦПФР) «зареєстрований» адміністратор зберігає виключне право представництва.

Цікаво також, що законодавець передбачив можливість уповноважити одного або декількох власників облігацій на укладення договору з адміністратором у разі бездіяльності емітента (ч. б ст. 114 Закону 3480-IV). Ця норма свідчить про те, що законодавець допускає певну гнучкість у механізмах залучення адміністратора, зберігаючи при цьому принцип єдності.

Аналіз зарубіжного регулювання дозволяє виявити іншу модель адміністрування, яка допускає паралельне функціонування кількох адміністраторів.

Відповідно до рег. 17A(1) RCBR 2008, емітент забезпечених облігацій зобов'язаний призначити адміністратора для кожного пулу активів (англійською: «*asset pool*»), що надається у зв'язку з емітованими ним регульованими забезпеченими облігаціями. Таким чином, якщо емітент надає у забезпечення кілька пулів активів (що забезпечують різні серії або транші облігацій), він зобов'язаний призначити окремого адміністратора для кожного з них.

Отже відмінність стосується принципу «один адміністратор - один випуск» проти «один адміністратор - один пул активів». Українське законодавство прив'язує адміністратора до випуску загалом, коли англійська модель, навпаки, виходить з того, що моніторинг повинен здійснюватися щодо конкретного майнового пулу, а не випуску в цілому. Такий підхід є більш точним з точки зору відповідності об'єкта та суб'єкта управління.

Висновки. Проведений аналіз дозволяє дійти таких висновків.

По-перше, чинний порядок заміни адміністратора за випуском облігацій є процедурно складним та обтяженим регуляторними вимогами. Обов'язковість внесення та реєстрації змін до проспекту (рішення про емісію) в НКЦПФР створює тимчасовий розрив у повноцінному адмініструванні, що може завдати шкоди власникам облігацій, особливо у кризових ситуаціях.

По-друге, спеціальний механізм правонаступництва при реорганізації адміністратора є більш операційно гнучким, оскільки забезпечує автоматичний перехід повноважень до правонаступника. Однак він є доступним лише у випадках злиття, поділу, приєднання або перетворення, що суттєво обмежує сферу його застосування.

По-третє, законодавча заборона паралельного призначення двох адміністраторів не виключає залучення «функціонального» спів-адміністратора на підставі агентського договору або договору доручення. За такої конструкції «zareєстрований» адміністратор залишається єдиним офіційним адміністратором у розумінні закону, тоді як спів-адміністратор суб'єкт виконує делеговані функції від його імені.

По-четверте, з метою мінімізації ризиків, пов'язаних із заміною адміністратора, учасникам ринку рекомендується: завчасно включати до проспекту (рішення про емісію) детальні положення про порядок і строки заміни адміністратора; структурувати договірні відносини з адміністратором із урахуванням механізмів субделегування; використовувати конструкцію агентського договору для залучення додаткових суб'єктів у перехідний період.

По-п'яте, порівняльно-правовий аналіз із законодавством Англії (The Regulated Covered Bonds Regulations 2008) дозволяє інший підхід - множинність адміністраторів - кожний відповідає за окремий пул активів, переданих в забезпечення за облігаціями. Запровадження елементів цього підходу в Україні для забезпечених облігацій заслуговує на подальшу законодавчу дискусію.

Системне вирішення проблеми потребує законодавчих змін, спрямованих на спрощення та прискорення процедури заміни адміністратора, забезпечення безперервності адміністрування при неплатоспроможності емітента, а також на можливість диференційованого підходу до адміністрування різних пулів активів з одночасним збереженням належного рівня захисту прав власників облігацій.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 23 лютого 2006 року № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (дата звернення: 01.03.2026).
2. Щодо вимог до адміністратора за випуском облігацій під час дії воєнного стану в Україні: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 09 лютого 2024 року № 163. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0163863-24#Text> (дата звернення: 01.03.2026).
3. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 06 вересня 2024 року, № 28/21/1105/К03. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1414-24#n752> (дата звернення: 01.03.2026).
4. Щодо особливостей внесення емітентами відсоткових/дисконтних корпоративних облігацій змін до рішення про відкрите (публічне) розміщення/рішення про закрите (приватне) розміщення облігацій під час дії воєнного стану: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 грудня 2022 року № 1474. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1474863-22#Text> (дата звернення: 01.03.2026).
5. The Regulated Covered Bonds Regulations 2008, HM Treasury of the United Kingdom, HM Government the National Archives, URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2008/346/regulation/17A> (дата звернення: 01.03.2026).
6. Handbook, the UK Financial Conduct Authority. URL: <https://handbook.fca.org.uk/handbook/rcb3/rcb3s2> (дата звернення: 01.03.2026).
7. Про затвердження Порядку проведення зборів власників облігацій: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24 грудня 2021 року, № 1259. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0274-22#Text> (дата звернення: 01.03.2026).

8. Цивільний Кодекс України 16 січня 2003 р. База даних «Законодавство України». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15#Text> (дата звернення: 01.03.2026).

Дата першого надходження рукопису до видання: 1.03.2026
Дата прийняття до друку рукопису після рецензування: 20.03.2026
Дата публікації: 3.04.2026

© Корчев Ю.Д., 2026

Стаття поширюється на умовах ліцензії CC BY 4.0