

КАНАДСЬКИЙ ДОСВІД НОРМАТИВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВІДНОСИН З ПІДГОТОВКИ ПРОСПЕКТУ ЕМІСІЇ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

К.О. Маслова-Юрченко,
к.ю.н., асистент кафедри цивільного права № 2
Національного університету
“Юридична академія України імені Ярослава Мудрого”

Анотація: *Маслова-Юрченко К.О. Канадський досвід нормативного регулювання відносин з підготовки проспекту емісії цінних паперів*

Стаття присвячена розгляду канадського законодавства щодо емісії цінних паперів. Детально досліджуються проблемні питання процедури складання і опублікування проспекту емісії. Аналізуються і порівнюються норми законодавства Канади і України. Висвітлюються прогалини у вітчизняному правовому регулюванні. На основі проведеного дослідження автором вироблені конкретні пропозиції щодо вдосконалення українського законодавства.

Аннотация: *Маслова-Юрченко Е.А. Канадский опыт нормативного регулирования отношений по подготовке проспекта эмиссии ценных бумаг*

Статья посвящена рассмотрению канадского законодательства об эмиссии ценных бумаг. Детально исследуются проблемные вопросы процедуры формирования и опубликования проспекта эмиссии. Анализируются и сравниваются нормы законодательства Канады и Украины. Рассматриваются пробелы в украинском правовом регулировании. На основе проведённого исследования автором выработаны конкретные предложения по совершенствованию украинского законодательства.

Summary: *Maslova-Yurchenko K.O. Canadian practice in legal regulation of prospectus*

This article summarizes the author's research on Canadian law concerning securities issue. Problematic matters of writing and issuing the prospectus are examined in detail. Ukrainian and Canadian law provisions are analyzed and compared. Lack of regulation in some matters is carefully studied. Consequently the author proposes changes and improvements for Ukrainian law on securities issue.

Ключові слова: *андеррайтинг, емісія, професійна діяльність на фондовому ринку, проспект емісії цінних паперів, торгівля цінними паперами, розміщення цінних паперів, цінні папери, фондовий ринок.*

Ключевые слова: *андеррайтинг, профессиональная деятельность на фондовом рынке, проспект эмиссии ценных бумаг, размещение ценных бумаг, торговля ценными бумагами, ценные бумаги, фондовый рынок, эмиссия.*

Key words: *underwriting, professional trade in securities, prospectus, securities issue, financial market, financial agents, security dealers.*

Договір андеррайтингу або, як його ще називають, договір на розміщення цінних паперів, продовжує свій поступовий розвиток на фондовому ринку України. На жаль, цивілістична доктрина України поки що не може похвалитися численністю наукових праць, присвячених андеррайтингу цінних паперів. Зміст договору андеррайтингу, тобто сукупність прав і обов'язків сторін – емітента та андеррайтера – практично залишається поза увагою українських науковців. У цій статті хотілося б торкнутися деяких питань, пов'язаних з розробкою та опублікуванням проспекту емісії за участю андеррайтера.

Одним з найважливіших обов'язків андеррайтера часто вважають підготовку (або допомогу емітентові у підготовці) т.з. проспекту емісії. У цьому документі мають бути описані основні характеристики випуску (група, вид, кількість, вартість цінних паперів тощо). По своїй природі проспект слугує офіційним запрошенням для необмеженого кола осіб підписатися на цінні папери емітента.

Проспект емісії в жодному разі не можна вважати документом, що спонукає до купівлі цінних паперів. У проспекті емісії повинні міститися повні, дійсні, правдиві відомості про обставини, що впливають або можуть значно вплинути на рішення інвесторів щодо придбання цінних паперів емітента.

Це стосується відомостей про найменування та місцезнаходження емітента, види його діяльності, фінансовий стан емітента, активи підприємства, заборгованість підприємства, кількість, номінальну вартість цінних паперів та інші загальні відомості про випуск цінних паперів, а також відомості про зміни в структурі підприємства, репрофілювання, зміну видів діяльності, посадових осіб тощо, будь-яку важливу обставину, яка може викликати значні зміни у ринковій вартості цінних паперів.

Таким чином, підготовка проспекту емісії покладає на андеррайтера велику відповідальність як перед емітентом цінних паперів, так і перед інвесторами в цінні папери емітента, бо останні мають отримати через проспект емісії повні й достовірні відомості про стан справ підприємства емітента.

За законодавством України проспект емісії цінних паперів – це документ, який містить інформацію про розміщення цінних паперів та інші відомості, передбачені законом. Згідно зі ст. 30 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” [1] від 23 лютого 2006 р. у проспекті емісії цінних паперів повинна міститися інформація про емітента, його фінансово-господарський стан, цінні папери, щодо яких прийнято рішення про розміщення.

До інформації про цінні папери ст. 30 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” відносить інформацію про власне цінні папери, щодо яких прийнято рішення про розміщення, в тому числі вид, форму випуску та існування, тип (для акцій), кількість та номінальну вартість, а також про обсяг прав за цінними паперами, умови розміщення, обігу (в тому числі викупу та дій емітента, пов'язаних із викупленими цінними паперами) та погашення (для цінних паперів, що мають строк обігу), дату прийняття рішення про розміщення цінних паперів, строки початку та закінчення розміщення цінних паперів, порядок і форму виплати доходу за цінними паперами.

Проспект є головним документом емісії, і його публікація є однією з обов'язкових умов реєстрації випуску цінних паперів на фондовому ринку. До опублікування проспекту не може розпочатися продаж цінних паперів емітента.

Розглянемо приклад канадського регулювання правовідносин у цій сфері.

Канадська дослідниця Енн Д. Діллійон називає проспект головним квитком на вільний продаж цінних паперів [2, с. 3].

У процедурі оформлення, укладення та виконання договору андеррайтингу Е.Д. Діллійон виділяє декілька етапів: підготовчий період, “період очікування”, період виконання договору і період після виконання договору.

На підготовчому етапі проводиться організаційне засідання, на яке запрошуються емітент, його юрисконсульт, андеррайтер і його юрисконсульт, аудитори. На засіданні обговорюються строки підготовки проспекту (причому зазвичай проект розрахунку строків подає андеррайтер), призначення робочої групи з підготовки проспекту, а також, за наявності, певні юридичні особливості та труднощі, пов’язані з підготовкою проспекту, друком паперових цінних паперів, різного роду плани, кошториси та розрахунки, пропозиції щодо рекламування тощо.

У проспекті емісії повинна міститися повна і правдива інформація про стан справ підприємства емітента, щоб потенційний інвестор міг прийняти зважене рішення [3, с. 1222]. Невиконання обов’язку надати повну і правдиву інформацію в проспекті емісії тягне за законодавством західних держав сувору відповідальність, яка може виражатися навіть у забороні діяльності на фондовому ринку на певний строк. Тому керівники підрозділів емітента ретельно готують звіти про діяльність своїх підрозділів і подають їх комісії з підготовки проспекту. На цьому ж етапі обговорюється проект проспекту та т.з. “зелений лист” (специфічний документ, у якому підсумовуються умови емісії).

Далі починається так званий “період очікування”, коли проект проспекту подається відповідним контролюючим органам, які дають висновок по ньому. З урахуванням їх висновків готується попередній проспект. Його віддають до друку. Віддруковані копії попереднього проспекту можуть надаватися ймовірним інвесторам та іншим зацікавленим особам.

Емітент і андеррайтер організують та проводять роуд-шоу, а також презентації випуску, намагаючись віднайти та зацікавити майбутніх інвесторів, які придбають цінні папери емітента.

При цьому, однак, у період очікування накладається заборона на рекламування випуску, тобто роуд-шоу може відвідувати лише спеціально запрошене та обмежене коло учасників.

Якщо роуд-шоу на цьому етапі відвідають представники громадськості, широкого загалу, це буде вважатися порушенням заборони рекламування випуску. Контроль за запрошеннями і відвідуванням роуд-шоу покладається на андеррайтера, його завданням є не допустити подібних порушень.

Зазвичай право на відвідування роуд-шоу надається за запрошеннями, і нерідко постає питання, чи може відвідувати роуд-шоу в “період очікування” т.з. роздрібний інвестор (retail investor), тобто інвестор, зацікавлений у купівлі невеликого обсягу цінних паперів. Як правило, це не допускається, причому з метою захисту самого інвестора: оскільки на роуд-шоу не розповсюджуються ті обмеження, що стосуються розкриття інформації в проспекті емісії, уповноважені органи не втручаються у проведення роуд-шоу і не слідкують за тим, щоб надана там інформація була повною і достовірною. Також, в разі, якщо подається позов про неправдивість інформації, перевірити, що було сказано в ході роуд-шоу, досить складно, тобто в цьому разі постає проблема доведення.

Що стосується навчальних семінарів, то їх проведення андеррайтерами, в принципі, допускається, але на них також розповсюджуються обмеження стосовно рекламування випуску, тобто жодний з присутніх на семінарі не має права агітувати, заохочувати купівлю певного випуску.

Комісія з цінних паперів Онтаріо окремо підкреслювала, що навчальні семінари не повинні перетворюватися на “засіб провести те, що не дозволяється”, тобто роуд-шоу з “роздрібними” інвесторами”, і висловлювала занепокоєння, що нерідко трапляються випадки, коли навчальний семінар проводиться з метою рекламування певного випуску цінних паперів [4, с. 36].

Також певна проблемність притаманна ситуації, якщо відомості про підготовку випуску потрапляють до засобів масової інформації.

Треба підходити до цього питання таким чином, що якщо емітент та/або андеррайтер не знали про підготовку даного випуску новин, статті в газеті або іншого сповіщення цих відомостей, і жодним чином не сприяли цій підготовці, а також не вчинювали дій, які б свідчили про їх схвалення публічного сповіщення окреслених відомостей, і не заохочували представників ЗМІ помістити цю інформацію у випуск, то таке сповіщення не є рекламуванням і на сторони договору андеррайтингу не може покладатися відповідальність за це.

Тобто в разі порушення вимог щодо рекламування випуску відповідальність повинна наставати лише за винні дії емітента та/або андеррайтера.

Те ж саме стосується проведення інтерв'ю з представниками емітента або андеррайтера, з інформацією, яку вони надають ЗМІ у межах цього інтерв'ю.

У період очікування посадові особи емітентів та андеррайтерів часто взагалі відмовляються від проведення інтерв'ю, щоб навіть не виникало питання, чи є це інтерв'ю рекламою або PR акцією.

Комісія з цінних паперів Онтаріо на рівні підзаконного акту “notice” – своєрідного роз'яснення регулятивних норм – не рекомендувала керівним посадовим особам емітента давати інтерв'ю комерційним ЗМІ протягом “періоду очікування” [4, с. 32], оскільки в Канаді встановлено досить сувору відповідальність за розголошення інформації про випуск або рекламування випуску підчас “періоду очікування”.

Протягом цього ж етапу робоча група по підготовці проспекту збирається на засідання і обговорює можливі зміни щодо тексту підготовчого проспекту.

Перш, ніж подавати остаточний варіант проспекту, доцільно застосувати ще такі засоби, як проведення формальної зустрічі з представниками емітента, аудиторамі, а також, в залежності від особливостей, притаманних даному конкретному розміщенню, представниками банків, основними клієнтами емітента, його постачальниками або покупцями. Керівники підрозділів емітента повинні отримати оновлений проект проспекту, перевірити зазначені в ньому відомості стосовно своїх підрозділів, і якщо в діяльності їх підрозділів сталися зміни, подати нову інформацію комісії з підготовки проспекту.

Часто протягом цього періоду встановлюється ціна випуску, причому вона обговорюється андеррайтером та емітентом спільно. Якщо цінні папери емітента випускаються перший раз, оцінка випуску робиться заздалегідь, наперед, тоді як якщо цінні папери емітента вже представлені на ринку і здійснюється їх довипуск, то оцінка зазвичай залежить від встановленої на ринку ціни на випущені попередньо цінні папери. В останньому випадку зустріч андеррайтера та емітента і встановлення

ціни випуску відбувається ввечері після закриття фондового ринку.

Далі проводиться аудиторська перевірка емітента і підготовка остаточного тексту договору андеррайтингу. Керівний орган емітента проводить засідання, на порядок денний якого виносяться два питання: прийняття остаточної редакції проспекту емісії та підписання остаточного варіанту договору андеррайтингу.

Затверджений проспект емісії подається відповідним органам. Юрисконсульт емітента зазвичай просить андеррайтера затвердити своїм підписом те, що емітент виконує свої обов'язки за договором і робить це вчасно. Видається офіційне повідомлення про випуск цінних паперів емітента.

Період виконання договору починається з того, що остаточний проспект емісії виходить у друк і надсилається зацікавленим особам. Зацікавленою особою тут буде кожний покупець цінних паперів чи його торговельний представник. Цікаво, що при цьому важливим буде щонайшвидше розповсюдження проспекту.

Наприклад, в Канаді покупцю за договором купівлі-продажу цінних паперів надається право протягом двох робочих днів з моменту отримання проспекту відізнати свій акцепт і вийти з договору [2, с. 10]. Подібні правила існують і в інших країнах.

Отже, емітент і андеррайтер зацікавлені в щонайшвидшому розповсюдженні проспекту, щоб право на відізнання акцепту припинилося завчасно до виконання договору.

Далі проводиться продаж цінних паперів інвесторам, а потім – підготовка до припинення договору андеррайтингу. Андеррайтер готує різного роду звіти про свою діяльність, документацію з розміщення випуску тощо. Як правило, підготовлені андеррайтером документи нумеруються та прошиваються для зручного використання.

Звичайно договір андеррайтингу передбачає, що андеррайтер повинен повідомити емітента про закінчення розміщення цінних паперів, кількість розміщених цінних паперів та найменування покупців. Після затвердження емітентом звіту андеррайтера договір вважається припиненим.

Подекуди андеррайтер або емітент можуть зтягувати період між поданням попереднього і остаточного проспекту емісії для того, щоб дочекатися більш сприятливого стану вимоги та пропозиції на фондовому ринку [2, с. 16-17].

Час від часу з метою пришвидшення процесу емісії дозволяється використовувати скорочену форму проспекту емісії (*short form prospectus*), що зводиться до опису цінних паперів, які готуються до випуску, без детального розгляду фінансового стану емітента.

У зв'язку з цим необхідно відмітити, що при звичайній процедурі реєстрації випуску в андеррайтера є можливість провести детальну перевірку інформації, наданої йому емітентом, що вимагає значних витрат часу. Коли ж розміщення здійснюється через подання скороченої форми проспекту емісії, то в андеррайтера просто не буде достатньо часу для детальної перевірки усіх аспектів діяльності емітента.

У скороченій формі проспекту емісії фактично зведені щорічний фінансовий звіт емітента, звіти про значні зміни в підприємстві емітента та баланс підприємства емітента. Андеррайтер може і не брати участі в підготовці цих документів, але все одно має нести відповідальність за відомості, що містяться в проспекті.

У законодавстві України немає поняття скороченої форми проспекту емісії,

однак передбачається, що емітент має право оформити проспект емісії цінних паперів (крім пайових), що підлягають відкритому (публічному) розміщенню, двома частинами (базовий проспект емісії та проспект емісії цінних паперів відповідного випуску), які підлягають реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку [1].

Базовий проспект емісії – складова частина проспекту емісії цінних паперів (крім пайових), що підлягають відкритому (публічному) розміщенню, яка містить інформацію про емітента, а також іншу інформацію, визначену емітентом. Зазначені у базовому проспекті емісії відомості не включаються до проспекту емісії цінних паперів відповідного випуску.

Виникає питання, чи має андеррайтер, який бере участь у розміщенні цінних паперів, відповідати за зміст базового проспекту емісії.

У базовому проспекті емісії міститься, в основному, основна інформація про емітента цінних паперів і стан його підприємства, що зближує поняття базового проспекту емісії у праві України з поняттям скороченого проспекту емісії за законодавством Канади. Нагадаємо, що останнє покладає на андеррайтера відповідальність як за зміст звичайного, так і за зміст скороченого проспекту емісії.

Цей досвід нормативного регулювання видається слушним, бо у протилежному випадку, якщо за зміст базового проспекту емісії відповідальність несе лише емітент, створюються можливості для зловживань з боку андеррайтера. Тоді, якщо в базовому проспекті емісії стан підприємства емітента відображений неправдиво, андеррайтерові навіть не треба доводити, що в нього не було можливості перешкодити поданню в проспекті неповної та неправдивої інформації. Андеррайтера тут взагалі не можна притягти до відповідальності – адже за зміст базового проспекту емісії відповідає лише емітент. Подібне нормативне регулювання може зашкодити авторитету діяльності з андеррайтингу цінних паперів, а зараз українському фондовому ринку як раз навпаки потрібне позитивне ставлення до андеррайтерів, професійних торговців цінними паперами, і надійність їх партнерства.

Канадське законодавство в цьому питанні виходить з логіки того, що андеррайтер як посередник між емітентом та інвесторами в цінні папери має діяти добросовісно, не ставлячи інтереси емітента вище за прозорість ділового обороту. Треба керуватися балансом інтересів емітента та інвесторів, яких андеррайтер має повідомляти про дійсний фінансовий стан емітента.

Таким чином, на рівні закону в Україні слід було б встановити відповідальність андеррайтера як за зміст базового проспекту емісії, так і інших документів, у розробці яких андеррайтер бере участь спільно з емітентом.

Підбиваючи підсумки сказаного вище, хотілося б висловити сподівання на подальшу деталізацію і вдосконалення законодавства України з питань андеррайтингу. У даній статті ми торкнулися лише окремих аспектів цієї проблеми, дослідивши досвід закордонного регулювання відносин з підготовки проспекту емісії цінних паперів на прикладі нормативних актів, ділової практики і доктрини Канади.

Процедура випуску цінних паперів не достатньо чітко виписана в законодавстві нашої держави. Більшої уваги заслуговують як питання, безпосередньо пов'язані з підготовкою тексту проспекту, так і питання дій емітента та андеррайтера щодо розповсюдження проспекту, рекламування випуску,

розкриття інформації про стан підприємства емітента.

Необхідно на рівні закону передбачити участь андеррайтера у підготовці проспекту емісії (нагадаємо, що Закон України “Про цінні папери і фондовий ринок” передбачає вступ андеррайтера у розміщення цінних паперів лише на стадії, коли емітент вже опублікував проспект емісії) і відповідальність андеррайтера за зміст проспекту, у підготовці якого він брав участь.

Навіть стосовно підписання проспекту слід відмітити, що так як у його розробці беруть участь обидві сторони договору андеррайтингу, то і підписати остаточний варіант проспекту повинний як емітент, так і андеррайтер. На сьогодні ж вітчизняним законодавством передбачається, що проспект емісії цінних паперів підписується керівником емітента (головою виконавчого органу), аудитором та засвідчується печаткою емітента. Особи, що підписали проспект емісії, тим самим підтверджують достовірність відомостей, які в ньому містяться, а аудитор – достовірність перевірених ним відомостей.

Також стаття 30 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” окремо виділяє, що у разі, коли емітент користується послугами андеррайтера щодо розміщення випуску цінних паперів, проспект емісії погоджується з андеррайтером, але при цьому не передбачає підписання проспекту емісії андеррайтером.

Було б логічно передбачити, щоб наприкінці проспекту містився пункт на зразок “Засвідчую, що відомості, вказані в цьому проспекті, є повними і відповідають дійсності”, під яким могли б поставити підписи і печатки уповноважені представники емітента і андеррайтера.

Також доцільно було б доповнити статтю 28 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” положенням про підписання проспекту емісії андеррайтером, що брав участь у його підготовці.

Проблеми змісту договору андеррайтингу, звичайно, не обмежуються викладеним у цій статті. Детальнішого дослідження потребують як обов’язки і права емітента, так і обов’язки та права другої сторони договору – андеррайтера, відповідальність сторін за розкриття інформації тощо. Наука цивільного права чекає подальших доктринальних пошуків заради утвердження правових понять і поступового вдосконалення законодавства України.

ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р., № 3480-IV // ВВР України. – 2006. – № 31. – ст. 268.
2. Dillion, Ann D. The Prospectus, Process and Presentation / Ann D. Dillion. – Osler, Hoskin and Harcourt. – 31 p.
3. Black’s law dictionary / By Henry Campbell Black. – 6th ed. / by the publisher’s editorial staff; contributing authors, Joseph R. Nolan / St. Paul, Minn. West Publishing Co. 1990. – 1657 p.
4. OSC Notice on Advertising of Securities in Ontario (Feb. 1/89) / Ontario Securities Commission. – 12 OSCB (Ontario Securities Commission Bulletin) 517, 1989. – p. 25-38.