

9. Штефан М. Й. Цивільний процес : Підручник для студ. юрид. спеціальностей вищих закладів освіти. – Вид. 2-ге, перероб. та доп. – К. : Видавничий Дім «Ін Юре», 2001. – 696 с.
10. Цивільне процесуальне право України Підручник / Бичкова С. С., Бірюков І. А., Бобрик В. І. та ін. ; За заг. ред. С. С. Бичкової. – К. : Атіка, 2009. – 760 с.
11. Осокіна Г. Л. Гражданский процесс. Общая часть / Г. Л. Осокіна. – 2-е изд., перераб. – М. : Норма, 2008. – 752 с.
12. Гражданский процесс : Учебник. 2-е изд., перераб. и доп. / Под ред. М. К. Треушников. – М. : ОАО «Издательский Дом «Городец», 2007. – 784 с.
13. Тертишников В. І. Цивільний процес України (курс лекцій) : Навч.-практ. посіб. / В. І. Тертишников. – Харків : Видавництво «ФІНН», 2011. – 376 с.
14. Цивільний процес України: академічний курс : підручник для студ. юрид. спец. вищ. навч. закл. ; за ред. С. Я. Фурси. – К. : Видавець Фурса С. Я. : КНТ, 2009. – 848 с.
15. Цивільний процес України : Підручник. – Х. : Одисей, 2012. – 496 с.
16. Гражданский процесс : Учеб. для студентов вузов, обучающихся по спец. «Юриспруденция» / [Абушенко Д. Б., Воложанин В. П., Загайданова С. К. и др.] ; Отв. ред. В. В. Янков. – 5-е изд., перераб. и доп. – М. : Волтерс Клувер, 2004. – 687 с.
17. Гражданский процесс России : Учебник / Под ред. М. А. Витук. – М. : Юристъ, 2004. – 459 с.
18. Гражданский процесс. Учебник / Под ред. В. А. Мусина, Н. А. Чечиной, Д. М. Чечота. – М. : «Проспект», 1997. – 480 с.

УДК 347.75

ЕВОЛЮЦІЯ ТЕРМІНУ «АНДЕРРАЙТИНГ ЦІННИХ ПАПЕРІВ» В ЗАКОНОДАВСТВІ УКРАЇНИ

EVOLUTION OF THE TERM «SECURITIES UNDERWRITING» IN THE LAW OF UKRAINE

Маслова-Юрченко К.О.,

кандидат юридичних наук,

асистент кафедри цивільного права № 2

Національного університету «Юридична академія України імені Ярослава Мудрого»

Статтю присвячено аналізу визначення андеррайтингу в законодавстві України. Автор розглядає, як визначається термін «андеррайтинг цінних паперів» у законах України, пояснює, як розуміється відповідний термін у країнах Заходу, пропонує власне визначення цього поняття, враховуючи і український, і закордонний підхід. Зроблено спробу адаптувати закордонні терміни для української системи правових понять.

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

Стаття посвячена аналізу определения андеррайтинга в законодательстве Украины. Автор рассматривает, как определяется термин «андеррайтинг ценных бумаг» в законах Украины, поясняет, как понимается соответствующий термин в странах Запада, предлагает собственное определение этого понятия, учитывая и украинский, и иностранный подход. Делается попытка адаптировать иностранные термины для украинской системы правовых понятий.

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

The article is dedicated to analyzing the definition of securities underwriting in the law of Ukraine. The author explains how the term «securities underwriting» is understood by Ukrainian and by foreign law, suggesting her own definition that accumulated both kinds of approach. The author also translates several terms used in financial practice abroad and makes a try to adopt them to the system of law terminology in Ukraine.

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

Андеррайтинг цінних паперів як специфічна послуга на фондовому ринку вже зарекомендував себе в межах України, хоча прийшов сюди з країн Заходу. На вітчизняному фондовому ринку банки все частіше пропонують послуги з розміщення цінних паперів, а емітенти все частіше користуються ними. Термін «андеррайтинг цінних паперів» з'явився в законодавстві України вже достатньо давно. З прийняттям 23 лютого 2006 року Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [1] андеррайтинг вперше отримав легальне закріплення як вид професійної діяль-

ності на фондовому ринку. До указаної дати термін «андеррайтинг» давався в Законі України «Про банки і банківську діяльність» [2] і розумівся лише як банківська операція, причому довгий час ці два законодавчі визначення суперечили одне одному, і тільки 4 липня 2012 року Верховна Рада України прийняла Закон «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери» [3], яким дефініція андеррайтингу була виключена з Закону України «Про банки і банківську діяльність», і тепер стаття 2 Закону України «Про банки

і банківську діяльність» стосовно терміну «андеррайтинг» відсилає до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Незважаючи на те, що андеррайтинг викликає велику зацікавленість фахівців, фундаментальних досліджень його природи в Україні практично не велося. Слід відмітити, що окремі питання андеррайтингу цінних паперів розглядалися в працях О. І. Грейдіна [4], О. Белікова [5], Н. В. Дроздової [6] і А. В. Попової [7].

У світовому масштабі перші спроби проведення андеррайтингу цінних паперів були зроблені в Америці десь у 40-50-х роках минулого сторіччя (іноді називають навіть 30-ті роки, але говорити напевно досить складно, бо тоді ще андеррайтинг законом не регулювався і навіть сам термін не був ustalеним, імовірно це все ж таки відбулося у післявоєнні роки, коли економіка США переживала підйом і фондовий ринок бурхливо розвивався). З того часу він зарекомендував себе як ефективний і зручний правовий механізм у процедурі розміщення цінних паперів. Щоб отримати таку репутацію, будь-яке поняття має довести, що воно є потрібним у правовій сфері. Яке ж тоді призначення андеррайтингу і причини його популярності?

Андеррайтером називають професійного учасника фондового ринку, торговця цінними паперами, який зобов'язується перед емітентом розмістити цінні папери останнього. Для того, щоб виконати це зобов'язання, андеррайтер, спільно з емітентом, розробляє стратегію розміщення цінних паперів, окреслює коло можливих інвесторів, планує проведення різного роду заходів, переговорів, роуд-шоу тощо.

Завдяки досвіду професійної діяльності, андеррайтер має особливі знання про стан фондового ринку і головних його учасників, володіє інформацією, якої немає в емітента, і тому андеррайтер може відіграти в процесі розміщення цінних паперів важливу допоміжну і консультативну роль. З цих же причин андеррайтер допомагає емітенту підготувати випуск цінних паперів – розробити відповідні документи, вести переговори з третіми особами і т. п. На кожному етапі розміщення андеррайтер виконує певні функції, використовуючи власні професійні знання, досвід роботи на фондовому ринку й ділову репутацію.

Послуги андеррайтера полягають, окрім власне укладення правочинів про відчуження цінних паперів, у пошуку контрагентів і проведенні переговорів із ними, перевірці і підготовці документів, а також у здійсненні деяких інших фактичних дій. Якщо б емітент був впевнений, що сам може знайти надійних і вигідних інвесторів у свої цінні папери, а також правильно здійснити дії по офіційному оформленню емісії, він не звертався б до андеррайтера, оскільки міг би обійтися без його послуг, розмістивши випуск цінних паперів самостійно і з більшою вигодою, не сплачуючи посередникам. Професійна допомога андеррайтера необхідна не лише в укладенні правочинів по відчуженню цінних паперів, а й в аналітичних дослідженнях ринку, оформленні документообігу, проведенні переговорів тощо. Як бачимо, інтерес емітента направлений на фактичні дії андеррайтера

нарівні з юридичними, а отже, слід констатувати, що предмет договору андеррайтингу охоплює надання як фактичних, так і юридичних послуг. Але які саме послуги надає емітенту андеррайтер? Стосовно нормативного регулювання слід відмітити, що законодавство щодо андеррайтингу ще знаходиться в стані формування і постійних змін.

Серед останніх значних законодавчих новел у вказаній сфері відносин слід виділити, що 4 липня 2012 року Верховна Рада України прийняла зміни до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [3; 1], де надала нове поняття андеррайтингу як професійної діяльності на фондовому ринку України. Тепер андеррайтинг визначається як укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом (ч. 4 статті 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»).

Насамперед, треба оцінити прогресивність нового визначення в порівнянні з дефініцією, яка містилася в законодавстві до прийняття вказаних змін. Раніше, ще у червні 2012 р., Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» андеррайтинг визначався як розміщення цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Так, попереднє визначення не давало змоги відокремити договір андеррайтингу від договору доручення, тому нерідко траплялися випадки, коли навіть фахівці плутали їх між собою та вважали договір андеррайтингу видом договору доручення [8, с. 20].

Приблизно таким чином «еволюціонувало» і визначення предмету договору андеррайтингу в Типовому договорі андеррайтингу. Нова редакція Типового договору андеррайтингу була затверджена Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку 18 вересня 2012 року Рішенням № 1240 [9] (зареєстровано в Мінюсті 21 листопада 2012 року № 1949/22261), тобто після прийняття липневих змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», але спочатку предмет договору андеррайтингу тут визначався без можливості відрізнити його від предмету договору доручення. І лише згодом ця ситуація була виправлена: 19 березня 2013 року Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку прийняла Рішення № 366 «Про внесення змін до Типового договору андеррайтингу» [10] (зареєстровано в Мінюсті 10 квітня 2013 року за № 581/23113), змінивши пункт про предмет договору. Тепер предмет договору андеррайтингу в цьому нормативному акті визначається таким чином, що емітент доручає, а андеррайтер зобов'язується за винагороду за дорученням від імені та в інтересах емітента розмістити у встановлений строк за рахунок емітента (або пайового інвестиційного фонду) цінні папери або інші фінансові інструменти емітента та здійснити необхідні дії та/або надати послуги, пов'язані з таким розміщенням. Слід відмітити, що

головною зміною, що була привнесена 19 березня у наведене визначення, є додання слів про здійснення інших необхідних дій і надання послуг, пов'язаних з розміщенням. Коли цих слів у визначенні не було, предмет договору андеррайтингу фактично визначався як предмет договору доручення на продаж цінних паперів, що входило в протиріччя з правовою природою цих двох самостійних видів договорів у цивільному праві.

Однією з характерних рис статті 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» є те, що після дефініції андеррайтингу іде її деталізація, визначення обов'язків андеррайтера. До липня 2012 року дефініція андеррайтингу деталізувалася таким положенням: «у разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андеррайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва, відповідно до взятих на себе зобов'язань». Це положення цікаво було проаналізувати на предмет того, чи можна вважати обов'язок андеррайтера викупити нерозміщену частину випуску цінних паперів емітента своєрідною санкцією за неповне розміщення андеррайтером цінних паперів емітента (минулого року це питання розглядалося на конференції, присвяченій 90-й річниці з дня народження професора В. П. Маслова, і в загальному підсумку слід дійти висновку, що викуп цінних паперів емітента андеррайтером не можна вважати санкцією за порушення договору, цей обов'язок є самостійною складовою змісту договору андеррайтингу [11, с. 390]). Також незвично виглядала фраза «здійснити викуп на засадах комерційного представництва». Кого андеррайтер представляє при укладенні договору купівлі-продажу цінних паперів між емітентом і андеррайтером? Емітента? Сам себе? Обидві сторони правочину?

Так як законодавчі приписи вимагали уточнення, зміни до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 4 липня 2012 року торкнулися і положення про деталізацію дефініції андеррайтингу. Тепер замість попередньо цитованого положення стаття 17 цього Закону говорить, що андеррайтер відповідно до договору з емітентом може здійснювати: купівлю цінних паперів у емітента з подальшим їх перепродажем інвесторам; гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з подальшим перепродажем; продаж якомога більшої кількості цінних паперів, без зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані.

Таким чином стає очевидним, що предмет договору андеррайтингу у цивільному праві може передбачати надання двох специфічних комплексів юридичних та фактичних дій, що є досить різними

за складом (конкретним набором послуг). Іншими словами, відносини андеррайтингу можуть конструюватися за різними модельними схемами, кожна з яких визначає специфічну сукупність дій андеррайтера, що складають предмет конкретного договору. У світовій практиці сформувалися дві модельні схеми відносин андеррайтингу: модельна схема *bought deal* – «куплений правочин» (або як її ще називають *firm commitment* – «тверде зобов'язання») і модельна схема *best effort* – «найкращі зусилля» [12].

Якщо сторони обирають схему «найкращих зусиль», то це передбачає взяття андеррайтером на себе обов'язку виконати всі потенційно необхідні дії для найбільш повного розміщення випуску цінних паперів за найкращими цінами та в найкоротші строки. Відтак андеррайтер повинен використати всі свої можливості з ведення професійної діяльності на ринку цінних паперів й звернутися до найбільшої кількості потенційних інвесторів. При цьому ризик неповного розміщення випуску несе емітент, але не андеррайтер.

Також відносини андеррайтингу можуть конструюватися на основі «твердих зобов'язань», під чим мається на увазі, що андеррайтер приймає обов'язок викупити в емітента частину чи весь обсяг випуску цінних паперів на заздалегідь обговорених умовах для їх наступного розміщення серед третіх сторін-інвесторів. При цьому ризик неповного розміщення випуску у подальшому несе, відповідно, андеррайтер, який гарантує емітенту виплату певної суми, яка фіксується в договорі і не залежить від того, на яких умовах андеррайтер має змогу розмістити цінні папери і чи вдасться йому розмістити весь обсяг випуску.

Якщо при першій модельній схемі андеррайтер не гарантує позитивний результат розміщення цінних паперів, але зобов'язується лише здійснити всі необхідні для цього дії, то схема твердих зобов'язань передбачає прийняття андеррайтером на себе всіх ризиків, пов'язаних з подальшим розміщенням цінних паперів емітента.

Важливо, що професійний учасник фондового ринку, працюючи на принципі «найкращих зусиль» не бере на себе обов'язок викупити цінні папери емітента. Тим самим він зменшує обсяг ризику, який приймає на себе, але при цьому, як правило, зменшується розмір оплати за договором, а відповідно, – і прибуток андеррайтера.

Стосовно термінології хотілося б звернути увагу на те, що терміни *firm commitment* («тверде зобов'язання») і *bought deal* («куплений правочин») з'явилися в країнах англо-американської правової системи, яка різко відрізняється від вітчизняної. Тому треба зважати на умовний характер назв «андеррайтинг на основі найкращих зусиль» і «тверде зобов'язання», це є буквальний переклад, «калька» з англійської. На сьогодні українська правова доктрина тільки готується виробити адекватні юридичні поняття.

Термін має відображати суттєві ознаки юридичного поняття, тому слід проаналізувати, чим по суті

відрізняються дві названі схеми. Основна відмінність між ними полягає в тому, що при «твердому зобов'язанні», найбільш розповсюдженому варіанті, андеррайтер викуповує цінні папери емітента і далі діє від власного імені (продає цінні папери інвесторам), тоді як при «найкращих зусиллях» андеррайтер діє просто як представник емітента перед третіми особами.

Тому вказані модельні схеми доцільно було б назвати, відповідно, «викупний андеррайтинг» і «посередницький андеррайтинг». Пропонуємо адаптувати до вітчизняної правової системи поняття «купленого правочину» («твердого зобов'язання») через термін «викупний андеррайтинг», а поняття зобов'язання «найкращих зусиль» через термін «посередницький андеррайтинг».

Так, при посередницькому андеррайтингу андеррайтер допомагає емітенту підготувати емісію, перевіряє його фінансовий стан, веде переговори з потенційними інвесторами, проводить підписку, по мірі реалізації передає емітентові отримані гроші й одержує відповідну винагороду за свої послуги, а нерозміщена частина випуску залишається в емітента.

На противагу цьому, андеррайтер, що провадить діяльність на основі «твердих зобов'язань», тобто укладає договори викупного андеррайтингу, як вже зазначалось, викуповує весь випуск цінних паперів емітента або його частину за власні кошти, а потім перепродає їх третім особам, отримуючи прибуток на різниці цін.

З урахуванням викладеного вище, андеррайтинг можна визначити таким чином:

1) купівля випуску цінних паперів в емітента торговцем цінними паперами за визначеною в договорі фіксованою ціною для наступного їх перепродажу третім особам – інвесторам у цінні папери (викупний андеррайтинг);

2) посередницька діяльність з підготовки розміщення цінних паперів на первинному ринку андеррайтером на засадах комерційного представництва емітента перед третіми особами (посередницький андеррайтинг).

Ці два досить різні зобов'язання об'єднані законодавством України в одне поняття, оскільки це відповідає міжнародній практиці і єдиному призначенню цих зобов'язань у цивільному обороті. До того ж, незважаючи на відмінності в змісті цих зобов'язань, обом модельним схемам притаманні й спільні риси – деякі обов'язки андеррайтера визначаються як договором викупного, так і договором посередницького андеррайтингу.

Залишається висловити сподівання, що найближчим часом складна правова природа андеррайтингу буде врахована в законодавстві України, а Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» отримає нову, більш досконалу дефініцію андеррайтингу, а також прозоріше і менш запутане визначення основних обов'язків андеррайтера. Також було б доцільно прийняти окремі нормативно-правовий акт, повністю присвячений складним і цікавим правовідносинам андеррайтингу цінних паперів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 року № 3489-IV / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Відомості Верховної Ради України. – 2006 р. – № 31. – Ст. 1126.
2. Про банки і банківську діяльність: Закон України від 7 грудня 2000 року № 2121-III / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Відомості Верховної Ради України. – 2001 р. – № 5. – Ст. 30.
3. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери: Закон України від 4 липня 2012 року № 5042-VI / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Офіційний вісник України. – 2012 р. – № 60. – Стор. 22.
4. Грейдін О. І. Цивільно-правова характеристика договору (довірчого) управління цінними паперами [Текст] / О. І. Грейдін // Вчені записки Таврійського національного університету імені В.І. Вернадського. Науковий журнал. Серія «Юридичні науки». – Том 22 (61). – № 2. – Сімферополь, Таврійський національний університет ім. В.І. Вернадського, 2009. – С. 337-338.
5. Беліков О. Цінні папери і фондовий ринок в контексті європейських прагнень України [Текст] / Беліков О. // Юридичний журнал. – 2007. – № 1 (освіта). – С. 98-103.
6. Дроздова Н. В. Договір про надання фінансових послуг у цивільному праві України : автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Наталія Василівна Дроздова ; Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. – К., 2005. – 22 с.
7. Попова, А. В. Особливості правового регулювання андеррайтингу [Текст] / А. В. Попова // Вісник господарського судочинства. – 2009. – 1. – С. 124-128.
8. Дроздова, Н. Как облигации помогут построить дом? / Н. Дроздова // Юридическая практика. – 2008. – № 13. – С. 20-21.
9. Про затвердження форми Типового договору андеррайтингу: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 1240 від 18 вересня 2012 р. / НКЦПФР України. – Офіц. вид. – Офіційний вісник України. – 2012 р. – № 93. – Стор. 212.
10. Про внесення змін до Типового договору андеррайтингу: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 366 від 19 березня 2013 р. / НКЦПФР України. – Офіц. вид. – Офіційний вісник України. – 2013 р. – № 32. – Стор. 95.
11. Маслова-Юрченко К. О. Зміст договору андеррайтингу [Текст] / К. О. Маслова-Юрченко // Актуальні проблеми цивільного, житлового та сімейного законодавства : Матеріали міжнар. наук.-практ. конф., присвяч. 90-річчю з дня народж. д-ра юрид. наук, проф. В. П. Маслова, 16 бер. 2012 р. / Нац. ун-т «Юрид. акад. України ім. Я. Мудрого». – Х. : Право, 2012. – С. 388-391.
12. Steen, Robert and McKee, Ross. The Prompt Offering Qualification System (1981-1985) / Robert Steen, Ross McKee. – March, 1986. – 48 p.