

ВИЗНАЧЕННЯ АНДЕРРАЙТИНГУ У ЗАКОНОДАВСТВІ УКРАЇНИ

Катерина Маслова-Юрченко,

*аспірантка кафедри цивільного права № 2
Національної юридичної академії України ім. Ярослава Мудрого*

Андеррайтинг як специфічна діяльність на фондовому ринку України викликає дедалі більший інтерес серед професійних торговців цінними паперами. Але для того, щоб будь-яка правова конструкція могла ефективно працювати на практиці, необхідно дослідити пов'язані з нею проблемні питання на доктринальному рівні. Стосовно договору андеррайтингу такими питаннями є елементи договору, його зміст, відповідальність сторін за ним тощо. Але наукових праць, у яких досліджувався б андеррайтинг, відносно небагато. Серед них заслуговують на увагу роботи Н. Дроздової [1, с. 18] та О. Белікова [2, с. 99].

Мета цієї статті – аналіз законодавчих дефініцій андеррайтингу, дослідження основних ознак цього поняття та його доктринальне визначення.

За браком легального визначення договір андеррайтингу тривалий час вважався непоіменованим, а тому при його укладенні сторони могли керуватися правовими нормами суміжних видів поіменованих договорів – доручення та комісії. Фундаментальна відмінність між цими видами договорів полягає у тому, що повірений у відносинах з третіми особами діє від імені контрагента-довірителя, а комісіонер – від власного імені. Тому питання про те, чи діє андеррайтер від власного імені або від імені емітента, залишалося відкритим. Таким чином, сторони могли вирішувати це питання на власний розсуд, вільно обираючи між приписами ст. 1000 і ст. 1011 Цивільного кодексу (далі – ЦК) України 2003 р.

Уперше в українському законодавстві термін «андеррайтинг» з'явився в Законі України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 р. Однак надане в ст. 2 цього Закону поняття «андеррайтинг» не розкриває його сутнісних ознак. Також, із змісту ст. 47 зазначеного Закону випливає, що, здійснюючи андеррайтинг, банк діє від власного імені. При цьому андеррайтинг розглядається лише як банківська операція, а договір андеррайтингу

взагалі не згадується. Крім того, Закон України «Про банки і банківську діяльність» стосується лише діяльності банків, інші професійні торговці цінними паперами не зв'язані його нормами. Тому на вирішення питання, від імені кого діє андеррайтер, цей Закон істотно не вплинув. У Законі України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18.06.1991 р. андеррайтинг не згадувався.

Не допоміг розв'язати зазначену проблему і закордонний досвід, оскільки в країнах англо-американської правової системи андеррайтер вважається агентом, який може діяти як від власного імені, так і від імені емітента. В Україні подібна конструкція не змогла б функціонувати. Справа в тому, що вітчизняна правова система розрахована на випадки, коли кожне зобов'язання регулюється чітко визначеними правовими приписами. Іншими словами, дві протилежні норми не повинні поширювати свою дію на одні й ті самі відносини.

Таким чином, склалася ситуація, що порушувала нормальний порядок регулювання відносин у цивільному обороті. Контрагенти за договорами андеррайтингу застосовували за аналогією правові приписи стосовно договору доручення (і за такими договорами андеррайтер діяв від імені емітента) або договору комісії, що надавало торговцю цінними паперами можливість діяти як андеррайтер від власного імені. Але, як правило, подібні питання не вирішуються угодою сторін і тому назріла потреба в імперативному приписі закону.

Довгоочікувана законодавча дефініція з'явилася із прийняттям Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. Тут у ч. 4 ст. 17 андеррайтинг визначається як розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Так законодавець заперечив існування комісійних відносин між андеррайтером та емітентом.

Слід зазначити, що вказаним нормативним актом були внесені зміни до Закону України «Про державне регулювання ринку

цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р., згідно з якими ст. 4 цього Закону доповнена дефініцією андеррайтингу як одного з видів діяльності на ринку цінних паперів, що підлягає ліцензуванню та здійснюється за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Однак разом із тим досі не були внесені зміни до ст. 47 Закону України «Про банки і банківську діяльність», де андеррайтинг згадується як операція, яку банк здійснює від власного імені. Таким чином, треба констатувати протиріччя між положеннями цієї статті та визначенням андеррайтингу у Законі України «Про цінні папери і фондовий ринок» та Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Відомо, що при колізії приписів нормативно-правових актів однакової юридичної сили, які регулюють однакові суспільні відносини, застосуванню підлягає прийнятий пізніше. Це є принцип *leges posteriores trahantur priores*, сформульований ще давньоримськими юристами. Згідно із цим принципом застосовувати слід норму ст. 19 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», яка має пріоритет перед нормою ст. 47 Закону України «Про банки і банківську діяльність». Разом із тим слід зазначити, що заради уніфікації правового регулювання доцільно внести зміни і до Закону України «Про банки і банківську діяльність», виключивши андеррайтинг з переліку операцій, які банк провадить від власного імені.

До прийняття Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» не існувало також і стандартної схеми, за якою б здійснювався андеррайтинг. Тоді ним міг визнаватися досить широкий спектр послуг від викупу професійним торговцем цінними паперами за свій рахунок випуску цінних паперів (повністю або частково) до вчинення ним правочинів з розміщення цінних паперів за рахунок емітента (як від власного імені, так і від імені емітента).

За визначенням ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» андеррайтинг передбачає розміщення (підписку, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. При цьому власне процес здійснення андеррайтингу заслуговує на детальнішу регламентацію. Відповідно слід розвинути положення вказаної статті та проаналізувати, яким чином цей процес може відбуватися на практиці.

Андеррайтинг як специфічна послуга на фондовому ринку виник у 40–50-х роках минулого сторіччя. З того часу він зарекомендував себе як ефективний і зручний механізм розповсюдження випуску цінних паперів. У світовій практиці сформувалися певні мо-

дельні схеми проведення андеррайтингу. Модельна схема є способом організації відносин між емітентом та андеррайтером та показує, яким чином структуруються права й обов'язки сторін.

Якщо взяти за критерій розподіл фінансових ризиків за договором, то можна виділити дві модельні схеми, назви яких запозичені з закордонної практики:

- модельна схема «найкращі зусилля» (best effort underwriting)[3];

- модельна схема «тверде зобов'язання» (bought deal, firm commitment)[4].

Модельна схема «найкращі зусилля» характеризує зобов'язання андеррайтера здійснити всі необхідні дії для того, щоб якомога більша частина цінних паперів емітента була розміщена в найкоротший строк. Іншими словами, андеррайтер повинен використати всі можливості для повного розміщення випуску. Також він має, оперуючи власним досвідом професійної діяльності на фондовому ринку і діловою репутацією, звернутися до максимально широкого кола інвесторів. Фактично андеррайтер діє як представник і діловий помічник емітента, готуючи розміщення випуску, може виконувати різноманітні обов'язки: консультує останнього з різного роду питань, пов'язаних з розміщенням, пояснює положення законодавства з питань розміщення цінних паперів, складає проекти документів, організовує зустрічі з потенційними інвесторами тощо. При цьому в разі неповного розміщення випуску ніяких спеціальних санкцій для андеррайтера не настає, отже, ризик неповного розміщення лежить на емітенті.

Модельна схема «тверде зобов'язання» характеризується тим, що андеррайтер бере обов'язок викупити в емітента частину чи весь обсяг випуску цінних паперів на заздалегідь визначених умовах для їх наступного розміщення серед третіх сторін-інвесторів. Надалі андеррайтер реалізовує випуск серед третіх осіб-інвесторів. Окрема оплата послуг андеррайтера не вимагається, оскільки він отримує дохід з різниці між ціною, за якою отримав цінні папери емітента, та ціною, за якою він їх відчужує.

Відповідальність андеррайтера обмежена невиконанням або неналежним виконанням обов'язків за договором, а обов'язок розмістити певну кількість цінних паперів до їх кола не входить. Заслуговує на увагу те, що це характерно для обох модельних схем. Вести мову про те, що «тверде зобов'язання» на відміну від «найкращих зусиль» передбачає подібний обов'язок, не правильно, оскільки навіть у випадку «твердого зобов'язання» обов'язок андеррайтера зводиться до купівлі цінних паперів емітента в повному обсязі випуску або лише у частині, що в практиці ділового

оборота західних країн не розглядається як санкція за неналежне виконання умов договору, а є його умовою.

Заслужує також на увагу те, що терміни «best effort» і «bought deal» з'явилися в країнах англо-американської правової системи, яка різко відрізняється від вітчизняної. Тому слід зважати на умовний характер назв «андеррайтинг на основі найкращих зусиль» і «тверде зобов'язання». Впадає в очі те, що ці терміни не пояснюють, які юридичні обов'язки покладаються на сторони, отже, вони позбавлені юридичного змісту. 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. Глибинна відмінність між ними полягає в тому, що при «твердому зобов'язанні», найбільш поширеному варіанті, андеррайтер викуповує цінні папери емітента і далі діє від власного імені (продає цінні папери інвесторам), залишаючись, фінансово відповідальним (financially responsible) за розміщення випуску [5], а при «найкращих зусиллях» андеррайтер діє як представник емітента перед третіми особами. Тому вказані модельні схеми доцільно було б назвати відповідно «купівельний (викупний) андеррайтинг» і «представницький андеррайтинг».

Розглянемо легальні визначення, які даються у вітчизняному законодавстві. Таких визначень два – у Законі України «Про банки і банківську діяльність» і Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Розглянемо дефініцію, що міститься в Законі України «Про банки і банківську діяльність»: андеррайтинг – це купівля на первинному ринку цінних паперів з наступним їх перепродажем інвесторам; укладання договору про гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, про повний або частковий їх викуп за фіксованою ціною з наступним перепродажем або про накладання на покупця обов'язку робити все можливе, щоб продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані.

На перший погляд це визначення видається суперечливим і несуттєвим. Але, беручи до уваги розглянуті вище характеристики модельних схем андеррайтингу, вироблені за кордоном, можна зробити висновок, що, незважаючи на недосконалу форму, визначення за змістом досить вдале і відображає як викупний, так і представницький андеррайтинг. Недоліками цієї дефініції є те, що:

- по-перше, визначення розпадається на дві частини, які в Законі розділені крапкою з

комою. У першій частині йдеться про андеррайтинг як про специфічну діяльність, у другій – як про договір. Цей поділ відразу видається недоречним, бо вносить плутанину в поняття;

- по-друге, якщо взяти першу частину, то в ній знайшов утілення лише купівельний андеррайтинг. Незважаючи на те, що ця модельна схема в закордонній практиці використовується найчастіше, обмежувати поняття андеррайтингу лише нею немає підстав. Тим більше, що на етапі становлення й активного розвитку фондового ринку України схема представницького андеррайтингу користуватиметься попитом. Разом із тим закордонні джерела (з країн, де андеррайтинг виник порівняно давно) досить часто відносять до андеррайтингу лише діяльність з купівлі цінних паперів на первинному ринку для їх наступного перепродажу інвесторам. Імовірно, це визначення прийшло саме з таких джерел;

- по-третє, положення про викуп цінних паперів повторюються в другій частині дефініції, що значно перевантажує її конструкцію;

- по-четверте, визначати андеррайтинг як договір, як у другій частині визначення, юридично неграмотно, бо цим терміном позначають діяльність, динаміку відносин, яка при її опосередкуванні відповідними правовими засобами набуває форми договору;

- по-п'яте, наприкінці визначення знаходимо слова «не беручи зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані». Таке формулювання дає підстави припустити, що при представницькому андеррайтингу подібний обов'язок покладається на андеррайтера як додаткове обтяження, своєрідна санкція за неповне розміщення випуску. Але в закордонних джерелах немає посилення на подібну практику, тобто якщо вона й є, то не усталена, не загальноприйнята. При представницькому андеррайтингу коло обов'язків андеррайтера обмежується лише тим, щоб вжити всіх засобів для забезпечення якомога повнішого розміщення випуску. Покладення додаткового обов'язку з викупування нерозміщеної частини випуску порушує сутність цієї модельної схеми, плутаючи її з купівельним андеррайтингом.

Що стосується більш лаконічної та виваженої ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», то з погляду юридичної техніки там міститься значно краще визначення. Тут немає тієї заплутаності та суперечності, яка наявна в Законі України «Про банки і банківську діяльність». Але це стосується лише власне визначення андеррайтингу як розміщення (підписки, продажу) цінних паперів андеррайтером за дору-

ченням, від імені та за рахунок емітента. Далі в ч. 4 ст. 17 записано, що у разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, які підлягають розміщенню, або їх частини. Слід зазначити, що участь андеррайтера доречна виключно при публічному розміщенні. Суть приватного розміщення полягає саме в тому, що такі посередники, як андеррайтери, участі в ньому не беруть. Тому наголошення на цьому зайве.

Наступна частина окреслює модельні схеми, що розглядаються, але робиться це без їх чіткого розподілу, тобто у визначенні відсутня необхідна прозорість. Іде просте посилення на те, що андеррайтер може брати або не брати на себе обов'язок гарантувати повне розміщення випуску. Крім того, андеррайтинг завжди має на меті встановлення певних гарантій, і від модельної схеми залежить, яким саме чином буде здійснюватися це гарантування, тобто які конкретно обов'язки бере на себе андеррайтер. Більше того, слова «за домовленістю з емітентом» можна взагалі виключити, бо вони лише обтяжують дефініцію.

Далі ч. 4 ст. 17 встановлено, що андеррайтер може, якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, здійснити повний або частковий викуп нерелізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе повноважень. Знову ж таки, слово «публічно» слід виключити з визначення, як і «відповідно до взятих на себе повноважень», з метою економії процесуальних засобів. Як вже зазначалося, повний або частковий викуп випуску не є санкцією й обумовлюється в договорі при його укладенні, а не тоді, коли андеррайтер намагався, але не зміг розмістити всі цінні папери емітента. Крім того, фраза «викуп на засадах комерційного представництва» викликає запитання. Кого представляє андеррайтер при купівлі цінних паперів емітента? Інвесторів? Чи емітента та інвесторів одночасно? Сумнівно. При викупі випуску андеррайтер лише представляє себе самого, набуває право власності на куплені ним цінні папери. Мова не може йти про представництво, навіть комерційного типу.

Таким чином, обидва легальні визначення андеррайтингу потребують суттєвого доопрацювання. Фактично андеррайтинг слід визначати через його модельні схеми, бо кожна з них визначає обов'язки андеррайтера по-різному й їх не можна об'єднати єдиним визначенням. Андеррайтингом тоді визнаватиметься:

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

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

На перший погляд може здатися, що андеррайтеру вигідніше надавати послуги за схемою представницького андеррайтингу, адже це найменш ризиковий для нього варіант. Але закордонний досвід свідчить, що під терміном «андеррайтинг» розуміють якраз «тверде зобов'язання», бо ця модельна схема застосовується набагато частіше. Пояснює таку ситуацію те, що така модельна схема приносить андеррайтеру більше доходу у відсотках від ціни випуску. Такі послуги є ризикованішими, отже, дорожчими. Привабливість купівельного андеррайтингу для емітента пояснень не вимагає.

Імовірно, що в умовах становлення фондового ринку домінуватиме принцип «найкращих зусиль» як менш ризиковий для андеррайтерів. Коли ж із розвитком обігу цінних паперів з'явиться достатня кількість досвідчених і впливових андеррайтерів, цей принцип втратить свою привабливість і поступиться пріоритетом викупному андеррайтингу, оскільки останній надає андеррайтеру можливість для збільшення його винагороди. При цьому слід зазначити, що торговцю цінними паперами не слід обмежувати себе будь-якою з цих схем взагалі. Доцільно обирати між купівельним і представницьким андеррайтингом залежно від конкретних обставин і після цього пропонувати емітентові свої послуги на відповідних умовах.

Література

1. Дроздова Н. Договір про надання фінансових послуг у цивільному праві України: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук. – К., 2005. – 23 с.
2. Беліков О. Цінні папери і фондовий ринок в контексті європейських прагнень України // Юридичний журнал. – 2007. – № 1. – С. 98–103.
3. *Dictionary of Finance and Investment Terms* [Електронний ресурс] / AllBusiness.com, Inc. – 1999–2009. – <http://www.allbusiness.com/glossaries/best-effort/4951870-1.html>.
4. *Dictionary of Finance and Investment Terms* [Електронний ресурс] / AllBusiness.com, Inc. – 1999–2009. – <http://www.allbusiness.com/glossaries/firm-commitment/4950756-1.html>.
5. *Speak the Basics* [Електронний ресурс] / Darren Chervitz, CBS MarketWatch. – <http://www-2.hoovers.com/global/msn/index.xhtml?pageid=1954>.

