

28. Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг / Д. Степанов // Хозяйство и право. – 2002. – № 3. – С. 64–80.

29. Яроцький В.Л. Механізм здійснення суб'єктивних майнових прав, посвідчених цінними паперами / В.Л. Яроцький // Приватноправові механізми здійснення та захисту суб'єктивних прав фізичних та юридичних осіб : [колект. моногр.] / за наук. ред. В.Л. Яроцького. – Х. : Юрайт, 2013. – С. 165–194.

30. Саванець Л.М. Отчуждение бездокументарных ценных бумаг по договору / Л.М. Саванець // Теория и практика общественного развития. – 2013. – № 4. – С. 304–306.

ЛІСОВА Д. О.,
здобувач
кафедри господарського права
(Національний юридичний університет
імені Ярослава Мудрого)

УДК 346.2

ОСОБЛИВОСТІ ПРАВОВОГО СТАТУСУ АНДЕРРАЙТЕРА ЯК ТОРГІВЦЯ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ В ГОСПОДАРСЬКИХ ПРАВОВІДНОСИНАХ

У статті досліджується розмежування послуг андеррайтингу, управління цінними паперами та брокерських послуг. Аналізуються особливості правового статусу андеррайтера та його юридичні ролі в господарських правовідносинах. Визначаються види андеррайтингу.

Ключові слова: цінні папери, господарські правовідносини, андеррайтинг, правовий статус.

В статье исследуется разграничение услуг андеррайтинга, управления ценными бумагами и брокерских услуг. Анализируются особенности правового статуса андеррайтера и его юридической роли в хозяйственных правоотношениях. Определяются виды андеррайтинга.

Ключевые слова: ценные бумаги, хозяйственные правоотношения, андеррайтинг, правовой статус.

Differentiation between services of underwriting, securities management and brokerage is researched. Features of legal status of underwriter as well as its legal roles in legal economic relationships are analyzed. Kinds of underwriting are determined.

Key words: securities, legal economic relationships, underwriting, legal status.

Вступ. Звернення учасників фондового ринку за професійними послугами андеррайтингу останнім часом відбувається все частіше. Це є прямим свідченням поступового поглиблення професійності на фондовому ринку й прагненням емітентів отримувати якісні послуги в найкоротші строки. В умовах кризових явищ в економіці суб'єкти господарювання ладні використати всі зусилля для залучення вільних фінансів інших суб'єктів задля реалізації власних інвестиційних проектів. Як зазначає із цього приводу В. Рогульський, «найбільш типовими способами фінансування інвестиційної діяльності підприємств є кредитування, випуск акцій та облігацій. У кожного з цих трьох найбільш типових способів фінансування



інвестиційної діяльності є свої переваги і недоліки. Заздалегідь визначити, який з них вигідний підприємству неможливо. В кожному окресленому випадку можуть бути ефективними різні види фінансування» [1, с. 37]. Також А. Попова справедливо відмічає, що невинне зростання випусків цінних паперів, а також складність процесу їх розміщення зумовлюють, безперечно, велике значення андеррайтингу в інвестиційних процесах на ринку. Випуск фінансових інструментів фондового ринку стає головним методом залучення капіталу для провідних вітчизняних компаній [2, с. 127].

Питання правового статусу торгівця цінними паперами й характеру його участі в правовідносинах знайшли висвітлення на сторінках праць таких учених, як В. Васильєва, М. Віхляєв, В. Вознесенська, С. Глібко, О. Дідич, А. Дрішлюк, Д. Задихайло, С. Занковський, Д. Зеньков, В. Качур, В. Костюк, В. Котюк, С. Лопатін, С. Любімова, О. Маркова, В. Мілаш, О. Музичук, А. Панчишен, В. Примак, Ю. Пундор, В. Резнікова, Т. Санжарук, С. Сергєєв, А. Шульга, Н. Якимчук, В. Яроцький та ін.

Постановка завдання. Метою статті є визначення особливостей правового статусу андеррайтера в господарських правовідносинах із урахуванням специфіки їх об'єкта і змісту.

Результати дослідження. На наше переконання, господарсько-правовим статусом торгівця цінними паперами є визначена й забезпечена положеннями законодавства сукупність прав, свобод, законних інтересів й обов'язків професійного учасника ринку цінних паперів, що пов'язані зі здійсненням ним відповідної діяльності, яка має характер господарської, а також особливості відповідальності за порушення положень законодавства, що регламентують відносини на ринку цінних паперів і суміжні відносини.

Господарсько-правовий статус торгівця цінними паперами може бути загальним і спеціальним. Загальний характеризується господарської правосуб'єктністю і є здатністю відповідного суб'єкта мати господарські права, обов'язки й нести відповідальність за вчинювані дії або бездіяльність. У свою чергу, спеціальним господарсько-правовим статусом є сукупність прав, свобод, законних інтересів і обов'язків відповідного учасника правовідносин, які виникають при виконанні ним функцій дилера, брокера, андеррайтера або управителя цінними паперами. Отже, у межах спеціального господарсько-правового статусу торговець цінними паперами може набувати спеціалізований статус брокера, дилера, андеррайтера та/або управителя цінними паперами.

За своєю природою андеррайтинг є наближеним до управління цінними паперами і брокерської діяльності, оскільки є формою посередництва на фондовому ринку, тоді як дилерська діяльність є формою участі.

Сутність питання полягає в тому, що як і у відносинах, які виникають при наданні брокерських послуг або послуг із управління цінними паперами, андеррайтер бере участь у двох видах правовідносин. Перші є внутрішніми й виникають між ним і емітентом. Підставою їх виникнення є договір андеррайтингу або інший договір, умови якого передбачають надання торговцем цінними паперами послуг андеррайтингу. У свою чергу, зовнішні правовідносини виникають між андеррайтером й іншими суб'єктами стосовно відчуження цінних паперів.

Умовами укладення андеррайтером договорів, що опосередковують виникнення зовнішніх правовідносин, є такі:

- 1) наявність правового зв'язку між торговцем цінними паперами і клієнтом (емітентом), що опосередковується договором із надання послуг андеррайтингу;
- 2) наявність повноважень на проведення обраного типу операції (учинення обраного правочину);
- 3) здійснення діяльності від імені емітента;
- 4) здійснення діяльності в інтересах емітента;
- 5) здійснення діяльності за рахунок емітента.

Наведені умови участі андеррайтера в правовідносинах також є схожими на умови участі брокера й управителя цінними паперами, однак відмінності між цими видами діяльності полягають як у підставі виникнення, так і в правах і обов'язках андеррайтера, які є значно вужчими за права й обов'язки брокера чи управителя.



У зв'язку з цим, на нашу думку, відмежування андеррайтингу від управління цінними паперами та брокерської діяльності має відбуватися на підставі об'єкта відповідних правовідносин, який, по суті, і визначає права й обов'язки емітента й андеррайтера і тим самим підкреслює особливості його правового статусу.

Пунктом 1 розділу IX «Вимоги до договору андеррайтингу» Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12 грудня 2006 р. № 1449 (у редакції рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 15 листопада 2011 р. № 1638), зареєстрованим у Міністерстві юстиції України 23 січня 2007 р. за № 52/13319 (далі – Правила здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами), визначено, що предметом договору андеррайтингу є надання торговцем (андеррайтером) послуг емітенту щодо розміщення цінних паперів емітента на первинному ринку за дорученням від імені та за рахунок цього емітента [3, п. 1 розділу IX].

При цьому ч. 4 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» *андеррайтинг* визначено як укладення торговцем цінних паперів договорів щодо відчуження цінних паперів і/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних із таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені й за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом.

Брокерською діяльністю є укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема на підставі договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи (ч. 2 ст. 17 зазначеного Закону).

У свою чергу, *діяльністю з управління цінними паперами* є діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами, іншими фінансовими інструментами та коштами, призначеними для інвестування в цінні папери й інші фінансові інструменти, а також отриманими у процесі управління цінними паперами, іншими фінансовими інструментами і коштами в інтересах установника управління або визначених ним третіх осіб (ч. 5 ст. 17 зазначеного Закону) [4, ст. 17].

Отже, із наведеного визначення андеррайтингу можна зробити висновок, що відповідна послуга передбачає вчинення певних дій, які спрямовані на досягнення правового результату (створення для споживача корисного ефекту), однак такий ефект за своєю суттю збігається з учинюваними діями (діяльністю). Формами таких дій, відповідно до зазначеної норми, є такі:

- 1) укладення торговцем цінними паперами (андеррайтером) договорів щодо відчуження цінних паперів у процесі емісії;
- 2) здійснення торговцем цінними паперами дій чи надання послуг, пов'язаних із відчуженням цінних паперів у процесі емісії [4, ст. 17].

Наведені форми діяльності андеррайтера в межах надання відповідної послуги конкретизують її зміст і тим самим відмежовують її від послуг із управління цінними паперами та брокерських послуг. У зв'язку з чим андеррайтинг як послуга, крім того, що являє собою діяльність (сукупність юридичних і/або фактичних дій) торговця цінними паперами, що спрямована на отримання емітентом корисного ефекту, невіддільного від діяльності торговця цінними паперами, характеризується тим, що відповідними діями є укладення договорів відчуження, а також учинення інших дій чи надання послуг, пов'язаних із відчуженням, які здійснюються в процесі емісії.

Отже, послуга андеррайтингу, порівняно з іншими формами посередництва (брокерська діяльність і управління цінними паперами), обмежується власне формою здійснення (спрямованістю дій) і процедурою емісії цінних паперів, у межах якої надається.

Визначення відчуження майна міститься в ст. 14.1.31 Податкового кодексу України, відповідно до якої відчуженням є будь-які дії платника податків, унаслідок учинення яких такий платник податків у порядку, передбаченому законом, утрачає право власності на майно, що



належить такому платникові податків, або право користування, зокрема, природними ресурсами, що у визначеному законодавством порядку надані йому в користування [5, ст. 14.1.31].

Що стосується емісії, то її визначення міститься в п. 5 ч. 1 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», відповідно до якого емісією є сукупність дій емітента, що провадяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їхніх перших власників [4, ст. 1].

Перелік прав і обов'язків андеррайтера міститься в підпунктах «є» та «ж» п. 2 розділу IX Правил здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами, зі змісту яких убачається, що відповідні права й обов'язки стосуються саме внутрішніх правовідносин. Наведеними положеннями передбачено, що андеррайтер може мати такі *права*:

- здійснювати купівлю цінних паперів в емітента із подальшим їх перепродажем інвесторам;
- установлювати за погодженням із емітентом ціну продажу цінних паперів відповідно умов розміщення (у випадках, передбачених законодавством);
- здійснювати продаж якомога більшої кількості цінних паперів без зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані;
- 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 андеррайтингу фіксованою ціною із подальшим перепродажем відповідно до взятих на себе зобов'язань;
- укладати договір про спільну діяльність з іншими андеррайтерами з метою організації публічного розміщення цінних паперів.

У свою чергу, *андеррайтер* має, зокрема, такі обов'язки:

- формувати звіти емітенту про результати розміщення;
- надавати емітенту інформацію стосовно здійснення розміщення цінних паперів, що передбачено договором андеррайтингу;
- андеррайтер цінних паперів біржового інституту спільного інвестування зобов'язується забезпечувати придбання цінних паперів під час їх первинного розміщення, забезпечувати продаж емітентом раніше викуплених цінних паперів і/або пред'явлення до викупу цінних паперів такого інституту; підтримувати котирування (ціни попиту та пропозиції) таких цінних паперів на визначеній проспектом емісії фондовій біржі [3, п. 2 розділу IX].

В аспекті наведеного, на наше переконання, можна стверджувати, що, урахувавши зміст послуги андеррайтингу, окремі сукупності прав і обов'язків андеррайтера, які передбачаються умовами відповідного договору, формують певну юридичну роль, яку виконує такий суб'єкт у правовідносинах. Зокрема, як влучно зазначив В. Рогульський, досліджуючи діяльність банків на фондовому ринку, андеррайтинг на етапах підготовки та реєстрації випуску емісії цінних паперів можна назвати *лід-менеджментом*. Андеррайтер є головним організатором емісії цінних паперів і представляє інтереси емітента, у зв'язку з чим забезпечує проходження всіх етапів емісії цінних паперів, визначених законодавством. Також учений зазначає, що, крім презентаційних заходів, договір між емітентом і андеррайтером може містити застереження щодо зобов'язань останнього підтримувати ліквідність вторинного ринку облігацій. У цьому випадку банк виступатиме *маркетмейкером* [1, с. 39–40].

Необхідно також взяти до уваги ч. 4 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», якою, зокрема, передбачено, що андеррайтер, відповідно до договору з емітентом, може здійснювати таке:

- купівлю цінних паперів в емітента із подальшим їх перепродажем інвесторам;
- гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною із подальшим перепродажем;
- продаж якомога більшої кількості цінних паперів, без зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані [4, ст. 17].



У зв'язку із наведеним нормативним положенням А. Попова виокремлює два види андеррайтингу:

- 1) андеррайтинг шляхом твердих гарантій – андеррайтер бере на себе зобов'язання щодо гарантування продажу цінних паперів емітента, які підлягають розміщенню, інвесторам;
- 2) андеррайтинг шляхом повного або часткового викупу випуску цінних паперів – посередник викупує весь або частину випуску цінних паперів із наступним перепродажем інвесторам на ринку [2, с. 128].

Водночас, на нашу думку, зазначений поділ є неповним і стосується лише видів андеррайтингу, що забезпечуються гарантіями. Тому третім видом, на наше переконання, є звичайний (незабезпечений) андеррайтинг. При такому виді андеррайтингу андеррайтер є *агентом-повіреном (торговим агентом)*. Сутність цієї агентської операції полягає в тому, що одна сторона доручає іншій учиняти дії, пов'язані із продажем товару, а також із пошуком замовників-виконавців на надання яких-небудь послуг на обговореній території в погоджений період за рахунок і від імені замовника.

У свою чергу, у відносинах забезпеченого андеррайтингу торговець цінними паперами виступає в ролі, схожій на *агента-делькредере*, який за додаткову винагороду гарантує принципалу надходження оплати за товар від покупця [6, с. 275].

При цьому у випадку забезпечення андеррайтингу торговець цінними паперами фактично набуває ознак (елементів) дилерської діяльності на фондовому ринку, адже викупає весь випуск цінних паперів або частину випуску з метою їх подальшого перепродажу, однак, тим не менше, на нашу думку, у такому разі він стає першим власником відповідних цінних паперів, адже відчужує їх лише після завершення емісії. У такому ключі він є своєрідним дилером, тому можна стверджувати, що андеррайтинг може в певній частині поглинати дилерську діяльність.

Загалом питання «поглинання» андеррайтером господарсько-правового статусу дилера є досить цікавим, зокрема тому що, по суті, воно певним чином вирішене самими положеннями нормативно-правових актів. Розділ II «Визначення термінів» Правил здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами містить визначення договору на придбання цінних паперів при андеррайтингу (договору на придбання) як договору купівлі-продажу цінних паперів, який укладається торговцем (андеррайтером) із першим власником (контрагентом) на виконання договору андеррайтингу та на підставі заявки на придбання, а також договір купівлі-продажу цінних паперів, який укладається торговцем (андеррайтером) із емітентом щодо купівлі торговцем (андеррайтером) усіх або частини нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі андеррайтингу фіксованою ціною [3, розділ II].

Отже, при повній гарантії андеррайтер має обов'язок викупити всі або певну частину нереалізованих цінних паперів, однак необхідно взяти до уваги, що такий договір, як визначено положеннями Правил здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами, укладається на виконання договору андеррайтингу, а тому відносини, що виникають на підставі такого договору, поглинаються відносинами, які виникають на підставі договору андеррайтингу, у зв'язку з чим повне гарантування й набуття андеррайтером елементів господарсько-правового статусу дилера є додатковою та необов'язковою опцією, що залежить від конкретних обставин і домовленості сторін договору андеррайтингу. Однак сама підстава виникнення відповідних прав і обов'язків андеррайтера дає змогу стверджувати, що все ж таки набуття ним елементів правового статусу дилера відбувається в межах статусу андеррайтера, а не як учасника господарських правовідносин в іншому правовому статусі.

Крім того, варто звернути увагу на те, що п. 2 розділу IX Правил здійснення діяльності з торгівлі цінними, зокрема, визначено, що договір андеррайтингу може передбачати надання андеррайтером емітенту консультацій щодо розміщення цінних паперів цього емітента [3, розділ IX]. Аналогічне положення мітиться і в абз. 2 ч. 4 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [4, ст. 17]. Тому послуга андеррайтингу також може включати надання торговцем цінними паперами консультацій емітенту, у зв'язку з чим андеррайтер виконуватиме роль консультанта.



Висновки. Узагальнюючи вищевикладене, варто зазначити, що відносини андеррайтингу характеризуються специфічним об'єктом, який дає змогу відмежувати їх від брокерських відносин і відносин з управління цінними паперами, а тому й підкреслити особливості господарсько-правового статусу андеррайтера, порівняно із правовим статусом брокера й управителя цінними паперами. Таким об'єктом є послуга андеррайтингу, зміст якої становлять дії (діяльність) торговця цінними паперами, спрямовані на укладення договорів відчуження цінних паперів емітентів, і/або дії (послуги пов'язані) із таким відчуженням. При цьому варто зазначити, що послуга андеррайтингу є факультативною й обмежується етапом емісії, оскільки, як убачається із положення ч. 8 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», емітент може розміщувати свої цінні папери самостійно без залучення до такого процесу торговця цінними паперами. Крім того, послуги андеррайтингу надаються лише в період емісії.

При цьому, зважаючи на те, що як андеррайтер може виступати також торговець цінними паперами – банк, а сама послуга андеррайтингу передбачає як укладення договорів відчуження, так і вчинення інших дій, «пов'язаних» із відчуженням цінних паперів у процедурі емісії, андеррайтер у господарських правовідносинах може виконувати одну або кілька юридичних ролей, зокрема ролі лід-менеджера, маркетмейкера, консультанта, агента-повіреного та/або агента-делькредере, що визначається правами й обов'язками, якими він наділений у таких правовідносинах. При цьому сам андеррайтинг може бути забезпеченим – якщо андеррайтер гарантує викуп випуску цінних паперів або його частини, що не були реалізовані в процесі емісії, або незабезпеченим – якщо він зобов'язується здійснити продаж якомога більшої частини цінних паперів без обов'язку викупити нереалізовану частину.

Список використаних джерел:

1. Рогульський В. Комерційні банки на ринку андеррайтингових послуг / В. Рогульський // Ринок цінних паперів України. – 2010. – № 9–10. – С. 37–40.
2. Попова А.В. Особливості правового регулювання андеррайтингу / А.В. Попова // Вісн. госп. судочинства. – 2009. – № 1. – С. 124–128.
3. Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами : рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12 грудня 2006 року № 1449 (у редакції рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 15 листопада 2011 року № 1638), зареєстроване в Міністерстві юстиції України 23 січня 2007 року за № 52/13319 // Офіц. вісн. України. – 2007. – № 6. – Ст. 235.
4. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23 лютого 2006 року № 3480-IV // Відом. Верхов. Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268 (зі змінами).
5. Податковий кодекс України станом на 01 липня 2015 року // Відом. Верхов. Ради України – 2011. – № 13. – Ст. 556 (із змінами).
6. Полтавський О.В. Агенти та принципали як суб'єкти комерційної діяльності / О.В. Полтавський // Вісн. Харків. нац. ун-ту внутр. справ. – 2001. – Спец. вип. – С. 273–277.

