

ПРЕДМЕТ ДОГОВОРУ АНДЕРРАЙТИНГУ В ДОКТРИНІ ЦИВІЛЬНОГО ПРАВА УКРАЇНИ

Договори андеррайтингу широко розповсюджені на Заході, звідки вони поступово увійшли й до нашої правової системи. В Україні андеррайтинг уже довгий час активно застосовується в обігу цінних паперів, адже його значення в цивільному обороті досить важливе. На фондовому ринку діють як особи, що мають вільні кошти і бажають їх вигідно вкласти, так і ті, хто потребує інвестування для вирішення певних завдань. У той же час фондовий ринок будь-якої країни завжди потребує посередницької діяльності, яка б могла полегшити налагодження ділових зв'язків та забезпечити ефективніший розподіл фондових ресурсів. Більш того, саме фондовий ринок нашої держави, передбачуючи на стадії активного розвитку, як ніколи потребує гармонійного еволюціонування, і тому значення посередників невпинно зростає. Серед таких посередників слід відмітити андеррайтерів, які можуть відігравати важливу роль у розміщенні цінних паперів.

До недавнього часу, а саме до лютого 2006 р., ані Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18 червня 1991 р. [1], ані Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. [2] не давали поняття андеррайтингу. Серед чинних на той час законодавчих актів андеррайтинг згадувався лише в Законі України «Про банки і банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р. [3], ст. 47 якого називала андеррайтинг серед операцій на ринку цінних паперів, які банк може здійснювати від свого імені. Ця норма давала змогу говорити про те, що відносини з андеррайтингу опосередковуються договором комісії. Однак згодом у законодавстві України сталися кардинальні зміни, пов'язані з прийняттям 23 лютого 2006 р. Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [4]. У ч. 4 ст. 17 вказаного нормативного акту андеррайтинг визначено як розміщення (підписку, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами, причому підкреслюється, що ця діяльність провадиться за дорученням, від імені та за рахунок емітента, що дає можливість відмежувати андеррайтинг від комісії.

Відтак слід наголосити на тому, що між положеннями ст. 47 Закону України «Про банки і банківську діяльність» і ч. 4 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» існує суперечність, яку досі не було усунуто на законодавчому рівні. Звісно, проблеми, що з цим пов'язані, легко розв'язати за правилами подолання нормативних колізій, оскільки застосуванню підлягає та норма, яка прийнята пізніше, але для уніфікації правового ре-

гулювання доцільно внести відповідні зміни до Закону України «Про банки і банківську діяльність».

Зазначені новели вітчизняного законодавства не вирішили всіх питань, пов'язаних з андеррайтингом і не зменшують актуальності теоретичних аспектів андеррайтингової діяльності. Однак у працях вітчизняних правників ця тематика майже не розробляється. Як виняток треба назвати дослідження Н. Дроздової [5, с. 18] та О. Белікова [6, с. 99], але й у них послуги андеррайтера не розглядаються як предмет договору андеррайтингу.

Надзвичайно цікавим для дослідження є питання про предмет договору андеррайтингу, адже саме предмет у цивільному праві України вважається найважливішим елементом договору (за ст. 638 ЦК України наявність предмета в цивільно-правовому договорі – єдина універсальна істотна умова, тобто обов'язкова для всіх без виключення договорів у цивільних правовідносинах). Крім того предмет завжди береться до уваги при визначенні виду й місця договору в системі цивільно-правових договорів.

Згадувана вище ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» містить визначення андеррайтингу як специфічного різновиду послуг, але не дає поняття договору, яким опосередковується його надання. За відсутності легального поняття дефініцію договору андеррайтингу має виробити наука цивільного права. У найзагальнішому вигляді його можна визначити як договір, за яким одна сторона (андеррайтер) зобов'язується шляхом підписки або продажу розмістити цінні папери другої сторони (емітента) за дорученням, від імені та за рахунок емітента.

Залежно від предмета договірні зобов'язання в цивільному праві прийнято поділяти на певні види (зобов'язання про передачу майна у власність, про передачу майна в користування тощо) [7]. Очевидно, що за цією класифікацією зобов'язання з андеррайтингу має бути віднесено до зобов'язань про надання послуг. Проаналізуємо детальніше, чим характеризується послуга як предмет розглядуваного договору.

Згідно зі ст. 177 Цивільного кодексу України (далі – ЦК), послуги є окремим видом об'єктів цивільних прав, що має суттєві особливості порівняно з іншими об'єктами (речами, результатами робіт тощо):

1) послуги мають нематеріальний характер (на протигагу речам, які згідно зі ст. 179 ЦК є предметами матеріального світу). Відповідно й результати послуг з андеррайтингу не можуть втілюватися в окремому матеріальному об'єкті. Заради чого ж тоді емітент укладає подібний договір? Відповідь проста – заради самої послуги як певного блага. При цьому природно, що емітент зацікавлений у тому, щоб послуга була надана йому належним чином і відповідно має право вимагати доказів існування нематеріального корисного ефекту дій андеррайтера. Для цього андеррайтер

має передати емітентові документи, що свідчать про проведену підписку або продаж цінних паперів емітента;

2) послуга з андеррайтингу тісно пов'язана з особою її виконавця (андеррайтера), а також з процесом здійснення ним андеррайтингової діяльності. Це означає, що андеррайтер має провадити свою діяльність особисто й відповідно до змісту даних йому емітентом вказівок. Тут необхідно зазначити, що вказівки, які емітент дає андеррайтеріві, мають найзагальніший характер і стосуються лише найбільш сутєвих параметрів випуску. Його дії носять ініціативний самостійний характер. Таким чином, андеррайтер використовує виконання договору свій досвід діяльності на фондовому ринку і ділову репутацію і тому має бути наділений правом самостійного прийняття рішень, обираючи без беспосереднього впливу емітента способи задовольнити його вимоги і захистити його інтереси. Щоб не допустити свавілля андеррайтера чи порушення ним вказівок емітента, у договорі повинен витримуватися чіткий баланс інтересів сторін.

Слід зазначити, що на практиці існує тенденція до об'єднання андеррайтерів у так звані синдикати андеррайтерів, спільна діяльність яких має забезпечити досягнення кращих результатів. Синдикат андеррайтерів не є окремою юридичною особою, його учасники діють досить самостійно. У зв'язку з цим доцільно було б надати андеррайтеріві право передоручити виконання певних дій іншій особі, повідомивши про це емітента, щоб виконати вказівки емітента в коротші строки та на сприятливіших умовах.

3) як зазначено у ч. 1 ст. 901 ЦК, послуга споживається у процесі вчинення певної дії або здійснення певної діяльності. Таким чином, послуги андеррайтера не збігаються з його діями з виконання договору і є окремим нематеріальним благом, стосовно якого емітент і укладає конкретний договір, тобто послуги андеррайтера знаходять свій вияв у розміщенні цінних паперів емітента, але не зводяться до діяльності з андеррайтингу (зокрема, до проведення підписки або продажу цінних паперів), яка фактично є способом надання цих послуг.

Не викликає сумнівів той факт, що до предмета договору андеррайтингу входять послуги юридичного характеру як здійснення юридично вагомих дій у процесі розміщення цінних паперів емітента від його імені та за його рахунок. Тут постає непросте питання про можливість віднесення до предмета цього договору фактичних послуг андеррайтера: перевірки правоздатності емітента на випуск цінних паперів; консультування, пов'язаного з випуском цінних паперів (стосовно чинного законодавства про цінні папери й інвестиції, управління акціонерним капіталом, розкриття інформації й т. п.); оціночну діяльність, підготовки документів (наприклад, для отримання необхідних емітентові дозволів від ор-

ганів державної влади чи для реєстрації випуску цінних паперів); організації публічних презентацій випуску (т. зв. «роад-шоу»), зустрічей представників емітента з потенційними інвесторами тощо. Питання про віднесення фактичних послуг до предмету договору андеррайтингу є надзвичайно важливим, оскільки від його вирішення прямо залежить визначення виду договору андеррайтингу та його місця в системі цивільно-правових договорів. Якщо визнати, що предмет договору андеррайтингу обмежується лише юридичними послугами, слід визнати й те, що основні його ознаки збігаються з договором доручення, а отже, договір андеррайтингу є тільки специфічним підвидом доручення і не може розглядатися як самостійний вид договорів у цивільному праві України. Яким же чином слід вирішувати це принципове теоретичне питання?

Візьмемо, наприклад, таку фактичну дію, як підшукування контрагентів, і проаналізуємо її стосовно порівнюваних договорів. У дорученні вказана дія не має правового характеру й відповідно не входить до його змісту. Разом із тим, вона може матися на увазі при виконанні договору, коли юридична дія, передбачена дорученням, полягає в укладенні правочину від імені довірителя. Наприклад, довіритель доручає повіреному продати автомобіль, вказавши або не вказавши при цьому особу, з якою повірений повинен укласти договір купівлі-продажу. В останньому випадку повірений має підшукати контрагента самостійно, що є умовою виконання доручених йому юридичних дій, але не охоплює змістом доручення й відповідно предметом договору. Це пояснюється тим, що інтерес поручителя обмежується діями повіреного, які мають юридичний характер, і не стосується його фактичних дій.

На відміну від послуг повіреного, послуги андеррайтера полягають, окрім власне укладення правочинів про відчуження цінних паперів, у підшукуванні контрагентів і проведенні переговорів із ними, а також у здійсненні деяких інших фактичних дій. Якщо б емітент був упевнений, що зможе знайти надійних і вигідних інвесторів самостійно, він не звертався б до андеррайтера. Як бачимо, інтерес емітента направлений на фактичні дії андеррайтера, і на юридичні, а отже говорити про те, що фактичні дії тут залежать від юридичних, «обслуговують» їх і не мають самостійного характеру, не можна. Відтак стає очевидним, що андеррайтинг суттєво відрізняється не лише від комісії, про що вже йшлося в цій статті, але й від доручення.

Окрім предмета, між договором андеррайтингу і договором доручення існують інші відмінності, на яких ми не будемо зупинятися у даній статті, оскільки це тема для окремого дослідження. Зараз підкреслимо, що предмет договору андеррайтингу як самостійного виду договорів у цивільному праві може передбачати надання різних за складом (конкретним набором послуг) комплексів

юридичних та фактичних дій. Відносини андеррайтингу можуть конструюватися за різними модельними схемами, кожна з яких визначає специфічну сукупність дій андеррайтера, що складають предмет конкретного договору.

Найсуттєвіше значення на практиці має така класифікація відносин андеррайтингу [8, с. 256]:

1. Відносини андеррайтингу можуть будуватися на основі т.зв. «найкращих зусиль» (best effort), коли андеррайтер бере на себе обов'язок 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 і звернутися до найбільшої кількості потенційних інвесторів. При цьому ризик неповного розміщення випуску несе емітент, а не андеррайтер.

2. Відносини андеррайтингу можуть конструюватися також на основі «твердих зобов'язань» (firm commitment, bought deal), якими передбачено, що андеррайтер зобов'язується викупити в емітента частину чи весь обсяг випуску цінних паперів на заздалегідь обговорених умовах для їх подальшого розміщення серед третіх сторін-інвесторів. При цьому ризик неповного розміщення випуску несе андеррайтер, який гарантує емітенту виплату певної суми, що 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.

Відразу ж хотілося б звернути увагу на те, що терміни «firm commitment» і «bought deal» 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». На сьогодні українське правознавство тільки готується виробити адекватні юридичні поняття.

Якщо за першою схемою андеррайтер не гарантує позитивного результату розміщення цінних паперів, але зобов'язується лише здійснити всі необхідні для цього дії, то андеррайтинг на основі «твердих зобов'язань» передбачає, що андеррайтер бере на себе увесь ризик, пов'язаний із подальшим розміщенням цінних паперів емітента. Важливо, що професійний учасник фондового ринку, працюючи на принципі «найкращих зусиль», не зобов'язаний викупити нереалізовану частину випуску. Тим самим він зменшує обсяг ризику, який бере на себе, але при цьому найчастіше зменшується й виплата за договором, а відповідно і прибуток андеррайтера. Такі відмінності між видами відносин андеррайтингу обумовлюють і різний набір послуг, які надаються андеррайтером у кожному конкретному випадку: при андеррайтингу на основі

«найкращих зусиль» андеррайтер приймає цінні папери емітента з метою їх подальшого продажу третім особам, проводить підписку, у процесі реалізації передає емітентові отримані гроші й одержує відповідну винагороду за свої послуги, а нерозміщена частина випуску підлягає поверненню емітенту; андеррайтер, що провадить діяльність на основі «твердих зобов'язань», викупує весь випуск цінних паперів емітента або його частину за власні кошти, а потім перепродає їх третім особам, отримуючи прибуток на різниці цін.

У країнах Заходу під андеррайтингом інколи мають на увазі цільове управління консолідованим пакетом цінних паперів з метою залучення конкурентних типів інвесторів (кредиторів). Цей вид андеррайтингу в принципі, ніколи не був популярним у країнах СНД, а з появою вказаного вище законодавчого визначення повністю втратив актуальність.

Як бачимо, формулювання предмета договору андеррайтингу як послуги з розміщення цінних паперів шляхом підписки або продажу є дуже узагальненим, тоді як конкретний набір послуг, що ним охоплюється, може бути досить різним. Наведені різновиди цієї специфічної діяльності на ринку цінних паперів дозволяють говорити про андеррайтинг як про родові поняття, в складі якого бачимо два окремих види відносин, що у світовій доктрині та практиці отримали умовні назви «тверде зобов'язання» та «найкращі зусилля». Звідси випливає, що в понятті «договір андеррайтингу» фактично містяться два види цього договору, предмет кожного з яких суттєво відрізняється від предмету іншого.

Нарешті хотілося б зауважити, що послуги андеррайтера мають ознаки фінансової послуги, визначення якої міститься у ст. 1 Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [9] від 12 липня 2001 р. Крім того, в наукових дослідженнях зустрічається думка, що андеррайтинг як послугу, що надається з приводу специфічного об'єкта інструмента (цінних паперів), треба визнати інвестиційною послугою в її розширеному тлумаченні [10, с. 13–18].

Із усього зазначеного вище робимо такі висновки:

– по-перше, предмет договору андеррайтингу як такий, що має суттєві особливості, не може бути цілком ототожнений із предметом договору доручення;

– по-друге, до предмету договору андеррайтингу входить цілий комплекс послуг, що охоплює дії як юридичного, так і фактичного характеру;

– по-третє, фактичні дії в предметі договору андеррайтингу мають самостійне значення і знаходяться на одному рівні з юридичними;

– по-четверте, комплекс послуг андеррайтера суттєво варіюється залежно від виду андеррайтингу, який опосередковує конк-

ретний договір, і може включати як поетапне посередництво в розміщенні цінних паперів шляхом укладення правочинів із третіми особами від імені емітента (андеррайтинг на основі «найкращих зусиль»), так і викуп цінних паперів емітента андеррайтером з їх подальшим розповсюдженням серед третіх осіб (т. зв. «тверде зобов'язання»);

Відмінності між схемами побудови відносин андеррайтингу фактично створюють підстави для визнання під договором андеррайтингу двох досить різних видів договору.

Предмет договору андеррайтингу, безумовно, є актуальною проблемою сучасної теорії цивільного права. Залишається висловити сподівання, що в подальшому їй буде приділена належна увага, оскільки на даному етапі розвитку доктрини цивільного права з'являється, на жаль, досить небагато наукових праць належного рівня, які б були присвячені питанням андеррайтингу. У той же час діяльність з андеррайтингу є сучасною реалією цивільного обороту, яка швидко й плідно розвивається і потребує свого теоретичного осмислення правниками. За умови докладення зусиль не лише фахівцями-практиками, але й законодавцями й науковцями – теоретиками права на договір андеррайтингу як на ефективний і зручний інструмент регламентації правовідносин чекає якнайширше застосування на фондовому ринку України.

Список літератури: 1. ВВР України. – 1991. – № 38. – Ст. 508. 2. ВВР України. – 1996. – № 51. – Ст. 292. 3. ВВР України. – 2001. – № 5–6. – Ст. 30. 4. ВВР України. – 2006. – № 31. – ст. 268. 5. Дроздова Н. Договір про надання фінансових послуг у цивільному праві України: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03. – К., 2005. – 23 с. 6. Беліков О. Цінні папери і фондовий ринок в контексті європейських прагнень України // Юридичний журнал. – 2007. – № 1 (освіта). – С. 98–103. 7. Брагинский М. И., Витрянский В. В. Договорное право: Общие положения. 2-е изд. – М.: Статут, 2005. – С. 397–402; Цивільне право України: Підручник: У 2 т. / Борисова В. І. (кер. авт. кол.), Баранова Л. М., Жилінкова І. В. та ін.; За заг. ред. В. І. Борисової, І. В. Спасиво-Фатсевої, В. Л. Яроцького. – К.: Юрінком Інтер, 2004. – Т. 2. – С. 12; Олюха В. Г. Цивільно-правовий договір: поняття, функції та система: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03. – К., 2003. – С. 12 – 13. 8. Кравченко Ю. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах / Учебное пособие. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2003. – 528 с. Стосовно термінів «best effort» і «bought deal» див. також <http://www.allbusiness.com/glossaries/finance-investment/4941811-1.html> 9. ВВР України. – 2002. – № 1. – Ст. 1. 10. Дроздова Н. Договір про надання фінансових послуг у цивільному праві України: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03. – К., 2005. Стосовно цінних паперів як об'єкту-інструменту див. Яроцький В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції): Монографія. – Х.: Право, 2006. – 544 с.

Надійшла до редколегії 02.06.08