

УДК 341.174(4):347.457

О. К. Вишняков, І. П. Яновська

ОСОБЛИВОСТІ ПРАВОВОГО СТАТУСУ ЕМІТЕНТІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ НА ВНУТРІШНЬОМУ РИНКУ ЄС

Постановка проблеми. Наявність в Україні великої кількості підприємств, які швидко розвиваються й мають потреби в нових джерелах фінансових інвестицій, обумовлює актуальність вивчення можливих шляхів виходу підприємств на міжнародні фондові ринки. Керівники і власники українських компаній, що швидко ростуть, зацікавлені в джерелах фінансування своїх організацій, пов'язаних із мінімальними витратами. Таку можливість їм може забезпечити участь у діяльності європейських фондових бірж, що, крім одержання коштів на розширення своєї діяльності, дозволяє збільшувати вартість активів компанії, залучати до співпраці крупних партнерів. У дослідженнях вітчизняних економістів [1] об'єктивно доведено перспективність виходу українських емітентів на європейські фондові майданчики, проте брак досліджень даної проблеми з правової точки зору є очевидним.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Незважаючи на важливість пошуку додаткових ресурсів для компаній, зокрема українських, можливість залучення капіталу за допомогою емісії та обігу цінних паперів на міжнародних фондових ринках практично не досліджувалася українськими науковцями-правознавцями. Юридичний супровід подібних проектів здійснюється юридичними фірмами, однак ґрунтовні теоретичні розробки з даної проблеми відсутні. Заслуговують на увагу дослідження фондового ринку ЄС М. В. Івченка [2] та Є. Б. Прокопенка [3], але вони безпосередньо не спрямовані на вирішення вищезазначеної проблеми.

Відповідно до ст. 1 (а) Директиви 2001/34/ЄС Європейського парламенту та Ради від 28 травня 2001 року про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, яка повинна бути опублікована про ці цінні папери, термін «емітенти» означає (для даної Директиви) компанії, інші юридичні особи та будь-яке підприємство, чії цінні папери є предметом подання до прийняття до офіційного

лістингу на фондовій біржі [4]. Відповідно до ст. 2 (h) Директиви 2003/71/ЄС Європейського парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспект, що повинен бути опублікований, коли цінні папери пропонуються для публічного розміщення або допущені до торгів, «емітент» означає юридичну особу, яка випускає або пропонує емісію цінних паперів [5].

Слід зазначити, що емітентом не обов'язково має бути юридична особа. Оскільки компанії або фірми повинні бути засновані «на основі цивільного або торговельного права» (ст. 54 (48) ДФЄС [6]), допускаються такі форми підприємництва в ролі емітентів, як *offene handdelsgesellschaft*, *societa simplice*, *venootschap* тощо, адже вони, не будучи юридичними особами, є носіями прав і обов'язків [7].

Директива 2003/71/ЄС Європейського парламенту та Ради від 4 листопада 2003 року про проспекти не поширюється: на боргові цінні папери, випущені державою-членом або одним з регіональних або місцевих органів влади держави-члена, міжнародним публічним органом, Європейським центральним банком або центральними банками держав-членів; якщо цінні папери остаточно і беззастережно гарантовані державою — членом ЄС та в деяких інших випадках. Однак емітенти таких цінних паперів можуть, якщо вони того побажають, скласти проспект відповідно до Директиви, з тим щоб отримати від цього вигоди (ст. 1 п. 2 Директиви 2003/71/ЄС).

Метою емісії цінних паперів може бути формування первинного статутного капіталу при заснуванні акціонерного товариства, зміна величини статутного капіталу акціонерного товариства, консолідація або дроблення раніше випущених цінних паперів, реорганізація акціонерного товариства або інших форм юридичних осіб (здебільшого при перетворенні в акціонерне товариство), зміна обсягу прав, що надаються раніше випущеними цінними паперами господарського товариства, поповнення власного капіталу (залучення непозикових інвестицій), залучення позикових інвестицій, однак в будь-якому випадку — це залучення певних ресурсів.

Якщо певному підприємству, зареєстрованому в одній з держав — членів ЄС, необхідно залучити певні ресурси, то воно скоріше скористається можливостями, що надає фондовий ринок, аніж звернеться до банківської установи з метою отримання кредиту. В Україні культура ведення бізнесу і практика склалися так, що підприємство скоріше буде звертатися до банків, щоб отримати кредит, до того ж під великі проценти, що нерідко перевищують 40 %, причому в кредитному договорі прописуються значні штрафні санкції й приховані комісії, ніж підприємство зважиться на випуск пайових, боргових цінних паперів, чи інших фінансових інструментів відповідно до потреб і можливостей. Одними з очевидних причин вищенаведеного є те, що, по-перше, підприємство може понести витрати на процедуру випуску цінних паперів, а інвестор при цьому може вчасно не з'явитися, по-друге, далеко не всі підприєм-

ства відповідають стандартам фінансової звітності, дотримуються принципів корпоративного управління та відповідають іншим вимогам законодавства, що звичайно ставляться до емітентів корпоративних прав.

Загальними умовами щодо офіційного лістингу цінних паперів відповідно до ст. 5 Директиви 2001/34/ЕС Європейського парламенту та Ради від 28 травня 2001 року про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, яка повинна бути опублікована про такі цінні папери, є те, що цінні папери не можуть бути допущені до лістингу на будь-якій фондовій біржі, що розташована чи діє на території держав-членів, якщо умови, викладені в цій Директиві, не виконані, на емітентів цінних паперів, які були допущені до офіційного лістингу, незалежно від дати, на коли такий допуск відбувся, можуть бути покладені зобов'язання, передбачені цією Директивою.

Особливими умовами для допуску акцій є такі. По-перше, правове становище компанії має відповідати законам і правилам, предметом регулювання яких вона є, як стосовно процесу створення компанії, так і її діяльності відповідно до установчих документів.

По-друге, передбачувана ринкова капіталізація акцій, щодо яких планується проходження процедури лістингу, або, якщо капіталізація не може бути визначена, капітал компанії і її резервів, включаючи прибутки та збитки, за останній фінансовий рік повинні складати не менше одного мільйона євро. Однак держави-члени можуть надавати допуск до офіційного лістингу, навіть коли ця умова не виконана, якщо компетентні органи задоволені тим, що ринок буде адекватним запропонованим акціям. Передбачувана ринкова капіталізація акцій може вимагатися державою-членом для допуску до офіційного лістингу, тільки якщо інший регульований, регулярно діючий, визнаний відкритим ринок існує в цій державі і його вимоги рівні або менші, ніж зазначені вище. Еквівалент у національній валюті одного повинен бути рівним одному мільйону євро. По-третє, компанія повинна опублікувати або подати свою річну звітність відповідно до національного законодавства за три фінансові роки, що передують заявці на офіційний лістинг. Як виняток, компетентні органи можуть відступати від цієї умови, коли такий відступ є бажаним в інтересах суспільства або інвесторів і де компетентні органи задоволені тим, що інвестори мають необхідну інформацію, щоб прийняти обґрунтоване рішення про компанію та акції, щодо яких планується допуск до офіційної торгівлі на фондовій біржі (ст. ст. 42–51 Директиви 2001/34/ЕС).

Допуск цінних паперів до офіційного лістингу повинен бути зроблений у відповідності з умовами, викладеними в ст. ст. 42 до 51, або 52 до 63 Директиви 2001/34/ЕС, що стосуються акцій і боргових цінних паперів відповідно. Емітент цінних паперів, допущених до офіційного лістингу, повинен виконати зобов'язання, викладені в ст. ст. 64 до 69, або 78 до 84 Директиви 2001/34/ЕС, що стосуються акцій і боргових цінних паперів відповідно.

Компанії повинні відповідати принципу прозорості, що проявляється в такому. Допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі, що розташована або діє на території держави-члена, залежить від публікації інформаційного листа, що іменується «Лістингові відомості». «Лістингові відомості» повинні містити інформацію, яка необхідна, щоб інвестори і їх інвестиційні консультанти могли зробити обґрунтовану оцінку активів і пасивів, фінансового становища, прибутків і збитків, а також перспективи емітента та права за цими цінними паперами (ст. ст. 20–23 Директиви 2001/34/ЕС).

Держави-члени не повинні дозволяти будь-яку пропозицію цінних паперів для громадськості на своїй території без попередньої публікації проспекта емісії, відповідно до особливого характеру емітента і цінних паперів, на допуск яких подана відповідна заява. Необхідно, щоб інвестори і їх інвестиційні консультанти могли зробити обґрунтовану оцінку активів і пасивів, фінансового становища, прибутків і збитків, а також перспективи емітента та права за цими цінними паперами (ст. 3 Директиви 2003/71/ЕС про проспекти).

В преамбулі Директиви № 88/627/ЕЕС [8], яка регулює порядок публікації інформації про зміни в правах власності на значні пакети акцій, що котируються на фондових біржах, зазначається, що належна інформованість інвесторів щодо прав власності на істотні або великі пакети акцій є одним із засобів захисту їх інвестицій, а також підвищення довіри до ринку цінних паперів. Зокрема, відповідно до ст. 1 емітент, акції якого котируються на фондовій біржі, зобов'язаний інформувати громадськість про зміни у складі акціонерів, яким належать великі пакети акцій, одразу ж, як тільки їм про це стане відомо. Компанії, акції яких не котируються на фондових біржах, зобов'язані інформувати громадськість про зміни у складі акціонерів, яким належать великі пакети акцій, упродовж дев'яти календарних днів з моменту, коли їм про це стало відомо. У тих випадках, коли емітентом випущені акції на пред'явника, обов'язок обнародувати заяву про придбання або продаж великих пакетів акцій покладається не на емітента, а на інвесторів, які керують або продають такі пакети.

Емітент зобов'язаний оприлюднити щорічний фінансовий звіт не пізніше ніж через чотири місяці після закінчення кожного фінансового року і повинен забезпечити, щоб інформація залишилася загальнодоступною принаймні п'ять років (ст. 4 Директиви 2004/109/ЕС [9]). Емітент акцій або боргових цінних паперів оголошує піврічний фінансовий звіт за перші шість місяців фінансового року як можна швидше після закінчення відповідного періоду, але не пізніше ніж в останні два місяці після цього. Емітент забезпечує, щоб піврічний фінансовий звіт залишався в розпорядженні громадськості принаймні п'ять років. Емітент також зобов'язаний оприлюднити: 1) звіт свого правління протягом перших шести місяців фінансового року, наступних шести місяців у період між десятима тижнями після початку і за шість тижнів до за-

кінчення відповідних шести місяців; 2) будь-які зміни в правах, пов'язані з різними класами акцій, в тому числі зміни в правах, пов'язані з похідними цінними паперами, випущеними емітентом без затримки; 3) перспективну інформацію (ст. 9 Директиви 2004/109/ЕС) та 4) додаткову інформацію (ст. 16 Директиви 2004/109/ЕС) тощо.

Відповідно до ст. 17 Директиви 2004/109/ЕС емітент акцій, допущених до торгів на регульованому ринку, повинен забезпечити рівне ставлення до всіх акціонерів, які знаходяться в однаковому становищі. Емітент зобов'язаний: (а) надати інформацію про місце, час проведення та порядок денний загальних зборів, загальну кількість акцій та права голосу і права власників для участі в зборах; (б) надавати проксі (доручення) за формою, в паперовому вигляді або, коли можливо, за допомогою електронних засобів, кожній особі, яка має право голосувати на зборах акціонерів, разом з повідомленням про проведення загальних зборів, або за запитом після оголошення; (в) призначити в ролі свого агента фінансову установу, через яку акціонери можуть здійснювати свої фінансові права, і (г) опубліковувати повідомлення або поширювати відомості, що стосуються розподілу і виплати дивідендів, випуску нових акцій, включаючи інформацію про будь-які механізми підписки, скасування або перетворення.

Емітенти боргових цінних паперів, допущених до торгів на регульованому ринку, повинні забезпечити, щоб всім власникам боргових цінних паперів одного рейтингу було надано рівні умови щодо всіх прав, пов'язаних з даними борговими цінними паперами. Емітент зобов'язаний забезпечити, щоб усі умови та інформація, необхідні для забезпечення можливості власників боргових цінних паперів здійснювати їх права, були публічно доступні в державі походження і щоб цілісність таких даних зберігалася. Власники боргових цінних паперів можуть здійснювати свої права за дорученням відповідно до законодавства країни, в якій емітент зареєстрований.

Зокрема, емітент зобов'язаний: (а) опубліковувати повідомлення або поширювати відомості, що стосуються місця, часу проведення та порядку денного засідання власників боргових цінних паперів, про виплату відсотків, здійснення будь-якого перетворення, обміну, підписки, скасування права, погашення, а також права власників боргових цінних паперів щодо участі в такому засіданні; (б) надавати проксі (доручення) за формою, в паперовому вигляді або, коли можливо, за допомогою електронних засобів, кожній особі, яка має право голосувати на зборах власників боргових цінних паперів, разом з повідомленням про проведення загальних зборів, або за запитом після оголошення; (в) призначити в ролі свого агента фінансову установу, через яку власники боргових цінних паперів можуть здійснювати свої фінансові права.

Таким чином, існують такі групи прав, обов'язків та вимог до емітентів: 1) пов'язані зі створенням компанії, що є носієм цивільних прав та обов'язків; 2) пов'язані з можливістю випускати та мати у власності

цінні папери відповідно до загальноєвропейського, національного законодавства та установчих документів; 3) пов'язані з вимогами і умовами, що ставляться до процесу реєстрації розміщення цінних паперів на фондовій біржі; 4) пов'язані з функціонуванням емітента та обігом цінних паперів.

За порушення вказаних зобов'язань емітенти несуть в основному відповідальність у вигляді відмови в допуску до публічного чи приватного розміщення цінних паперів, скасування випуску цінних паперів. Щодо цивільної, адміністративної та кримінальної відповідальності законодавство ЄС відсилає до національного законодавства держав-членів.

Українське законодавство містить низку обмежень, які не дозволяють вітчизняним емітентам здійснювати прямий вихід на первинне публічне розміщення (ІРО). Ці обмеження пов'язані з положеннями законодавства, яке визначає, що акції українських емітентів мають бути номіновані в національній валюті («Акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті. Мінімальна номінальна вартість акції не може бути меншою ніж одна копійка», — ч. 4 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»). Значного вдосконалення потребує і валютне законодавство України. В цьому відношенні заслуговує на увагу § 133 Правил Варшавської фондової біржі, де зазначено, що ціни акцій на фондовій біржі визначаються в злотих або в іншій конвертованій валюті, що визначається правлінням біржі по даній акції [10]. Проте гривня є частково конвертованою валютою.

Валютному контролю в Україні підлягають операції за участю резидентів і нерезидентів, а також зобов'язання щодо декларування валютних цінностей та іншого майна резидентів, яке перебуває за межами України. Органи, що здійснюють валютний контроль, наділені повноваженнями вимагати і одержувати від резидентів і нерезидентів повну інформацію про здійснення ними валютних операцій, стан банківських рахунків в іноземній валюті у межах своїх прав, а також про майно, що підлягає декларуванню. Фінансовий контроль за валютними операціями, які проводяться резидентами і нерезидентами на території України, здійснює Державна податкова адміністрація України, Національний банк України та інші органи в межах своєї компетенції. Тобто теоретично видається можливим розмістити українські цінні папери в гривнях, проте такі цінні папери будуть практично неліквідними на міжнародних фондових ринках, оскільки можуть бути в обігу лише на території України, вигода від такого розміщення буде занадто малою в порівнянні з затратами на таке розміщення та на отримання численних дозволів. Тому залучення іноземного капіталу українськими компаніями обмежується здебільшого можливостями українських фондових бірж.

У зв'язку з тим, що найближчими роками суттєвої лібералізації щодо регулювання валютних відносин в рамках вітчизняного правового поля не передбачається, українськими компаніями наразі застосовуються два основні шляхи для виходу на первинне публічне розміщення (ІРО) та

залучення капіталу, — або випуск глобальних депозитарних розписок (GDR), або створення іноземного холдингу.

Процедура випуску депозитарних розписок, які торгуватимуться на європейських майданчиках, є більш зрозумілою для іноземних бірж, хоча і більш тривалою. Для випуску глобальних депозитарних розписок можуть використовуватися як наявні акції емітента, так і акції додаткової емісії.

При випуску GDR до угоди залучається український банк, який виконує функцію торговця та зберігача цінних паперів і є номінальним власником акцій емітента. Водночас бенефіціарними власниками акцій стануть інвестори, які придбають депозитарні розписки. Депозитарний договір має враховувати вимоги як іноземної юрисдикції, так і українського законодавства.

При виході на IPO шляхом створення іноземного холдингу слід враховувати репутацію юрисдикції; існуючі вимоги щодо розкриття інформації, прозорості; наявність у холдингової компанії фінансових директорів, аудиторів, звітності за певний період, а також наявність двосторонньої конвенції щодо усунення подвійного оподаткування. Практика свідчить, що найбільш популярними для українських емітентів юрисдикціями є Кіпр, Великобританія, Австрія, Швейцарія та Люксембург [11].

Отже завдяки інтеграційним процесам в ЄС країни — члени ЄС взаємно визнають компанії, створені за законодавством однієї з них. При цьому свобода заснування та свобода руху капіталів проявляється, зокрема, в тому, що компанії держав — учасниць ЄС можуть вільно розміщувати свої цінні папери на європейських фондових біржах, що значно сприяє здешевленню залучення фінансових ресурсів для розвитку підприємництва. Для допуску європейських емітентів до офіційного лістингу емітентам висуваються вимоги відповідності законодавству ЄС, національному законодавству та міжнародним стандартам, що сприяє покращенню корпоративного управління, захисту інвесторів, вільній конкуренції тощо. Натомість українські емітенти, окрім того, що вони недостатньо використовують можливості національного фондового ринку, практично не мають доступу до міжнародних фондових майданчиків, зокрема, європейських. Однією з причин такого становища є, зокрема, й законодавчо ускладнений процес такого доступу. Перспектива створення «поглибленої та всеосяжної» зони вільної торгівлі з ЄС, тобто перспектива поширення на Україну так званих «чотирьох свобод» внутрішнього ринку ЄС, в т.ч. свободи руху капіталів, ставить проблему формування чіткої правової моделі участі українських емітентів на ринку цінних паперів ЄС.

Л і т е р а т у р а

1. Кірієнко О. Умови виходу українських підприємств на європейські фондові біржі [Електронний ресурс] / О. Кірієнко, В. Кліментовська. — Режим доступу : http://otherreferats.allbest.ru/international/00074007_0.html.

2. Івченко М. В. Правове регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в Європейському Союзі та Україні / *М. В. Івченко*. — К., 2005. — С. 19–22.
3. Прокопенко Є. Л. Фінансові ринки ЄС: навч. посіб. / *Є. Л. Прокопенко, В. Ф. Хордовський*. — К.: ІМВ Київ. ун-ту ім. Т. Г. Шевченка, 2004. — 112 с. — (Правничі студії в Україні: Київ та окремі регіони / Прогр. Tacis Європейськ. Союзу в Україні. Проект фінанс. Європейськ. Союзом ; № 22. Право ЄС).
4. Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities // Official Journal of the European Union. — L 184. — 06/07/2001. — P. 0001–0066 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001L0034:EN:HTML>.
5. Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance) // Official Journal of the European Union. — L 345. — 31/12/2003. — P. 0064–0089 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0071:EN:HTML>.
6. Treaty on Functioning of the European Union // Official Journal of the European Union. — 2008. — С 115. — P. 47–199.
7. Право Європейського Союзу. Особлива частина: навч. посіб. / за ред. М. Р. Аракеляна, О. К. Вишнякова. — К.: Істина, 2010. — С. 80; Gavalda V. C. Droit des affaires de l'Union Europeene / *V. C. Gavalda, G. Parleani*. — Litec, 1998. — P. 144.
8. Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of // Official Journal of the European Union. — L 348. — 17/12/1988. — P. 0062–0065 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31988L0627:EN:HTML>.
9. Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC // Official Journal of the European Union. — L 390. — 31/12/2004. — P. 0038–0057 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0109:EN:HTML>.
10. The Warsaw Stock Exchange Rules (text consolidated at 1 October 2010), adopted by the Supervisory Board by Resolution No. 1/1110/2006 dated 4 January 2006 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.gpw.pl/legal_acts.
11. Публічні розміщення. ІРО українських емітентів // Цінні папери України. — 2010. — № 44, 11 листоп. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=638&pub=4832.

А н о т а ц і я

Вишняков О. К., Яновська І. П. Особливості правового статусу емітентів цінних паперів на внутрішньому ринку ЄС. — Стаття.

У статті проаналізовано особливості правового статусу емітентів відповідно до законодавства ЄС. Охарактеризовано правосуб'єктність емітентів, зокрема щодо прав, обов'язків та відповідальності емітентів за законодавством ЄС. Звернуто увагу на недоліки українського законодавства щодо виходу українських емітентів на європейські фондові ринки.

Ключові слова: емітент, лістинг, фондовий ринок, пайові та боргові цінні папери.

А н н о т а ц и я

Вишняков А. К., Яновская И. П. Особенности правового статуса эмитентов ценных бумаг на внутреннем рынке ЕС. — Статья.

В статье проанализированы особенности правового статуса эмитентов в соответствии с законодательством ЕС. Охарактеризована правосубъектность эмитентов, особенно в отношении прав, обязанностей и ответственности эмитентов по законодательству ЕС. Обращено внимание на недостатки украинского законодательства относительно выхода украинских эмитентов на европейские фондовые рынки.

Ключевые слова: эмитент, листинг, фондовый рынок, паевые и долговые ценные бумаги.

S u m m a r y

Vishnyakov O. K., Yanovska I. P. Peculiarities of the legal status of the issuers of securities in the EU internal market. — Article.

The article analyzes the peculiarities of the legal status of issuers in accordance with EU legislation. It was highlighted the legal status of the issuers in the EU, including their rights, duties and responsibilities. The attention was paid to the shortcomings of the Ukrainian legislation concerning the entry of Ukrainian issuers into European stock markets.

Keywords: issuer, listing, the stock market, equity and non-equity securities.