



С. Я. Вавженчук,

*доктор юридичних наук, доцент, професор кафедри
трудового права та права соціального забезпечення
юридичного факультету Київського національного
університету імені Тараса Шевченка*

УДК 347.457

ІРО: ФАКТИЧНА РЕАЛІЗАЦІЯ В ТЕОРЕТИЧНОМУ ТА НОРМАТИВНО-ПРАВОВОМУ ВАКУУМІ

Статтю присвячено деяким проблемам первинної публічної пропозиції акцій (ІРО). Розглянуто основні моделі здійснення процедури ІРО. Визначено необхідність модернізації національного законодавства у сфері ІРО.

Ключові слова: цінні папери, фондовий ринок, первинна пропозиція акцій, ІРО.

На сучасному етапі розвитку правового регулювання фондового ринку можливо помітити значне зростання зацікавленості українських емітентів у залученні інвестицій на іноземних фондових ринках. Тому з кожним роком стає все більш популярним первинна публічна пропозиція акцій або Initial Public Offering (ІРО). У таких умовах необхідно не лише відобразити чіткий відбиток реставрації розміщення та обігу цінних паперів, а й приділити увагу сучасним гострим правовим проблемам, що існують окремим пластом у сфері ІРО. Саме тому вказаний стан наявних проблем є потужним поштовхом для здійснення наукової розвідки у заданому правовому векторі.

Значний внесок у розробку вказаної проблематики здійснили такі науковці, як О. В. Кологойда, Джей Рітгер, Іво Велш та ін.

Метою цієї роботи є критичний огляд здійснення ІРО, що ґрунтується на доктрині та чинному нормативно-правовому масиві.

Плеяда науковців доходить висновку, що у найбільш простому розумінні Initial Public Offering (ІРО) — це пропозиція, яку компанія робить широкому колу інвесторів [1, с. 35—38]. Зазначене визначення ІРО є досить широким за своїм змістом, однак воно

окреслює спектр суспільних відносин, що виникають між інвестором і корпоративним утворенням. Більш детально характеризують ІРО Джей Рітгер та Іво Велш, які визначають ІРО як спосіб залучення інвестицій шляхом продажу цінних паперів на відкритому біржовому ринку в очікуванні росту ліквідності, що здійснюється вперше [2, с. 1795—1828]. П. В. Шлик визначає ІРО як перше та усі наступні розміщення емісійних цінних паперів певного емітента, що адресовані необмеженому колу осіб і здійснюються в процесі випуску цінних паперів шляхом відкритої підписки або в процесі їх публічного обігу на торгах фондових бірж та інших організаторів торгівлі на ринку [3, с. 29—32].

Таким чином, враховуючи наявні доктринальні підходи до розуміння сутності ІРО та сучасні тенденції світової практики його здійснення, під *Initial Public Offering* слід розуміти комплекс юридично значимих дій, спрямованих на публічне розміщення емісійних цінних паперів на біржовому або позабіржовому ринку емітентом, що адресоване невизначеному колу інвесторів.

Аналізуючи сучасний стан правової регламентації в Україні, можна стверджувати те, що процес здійснення ІРО українськими

корпоративними утвореннями є досить специфічним, так би мовити непрямим. Справа у тому, що в Україні відсутнє достатнє для цього законодавче поле, а нормативно-правові акти не характеризуються належною нормативною технікою. Прикладом відповідно до п. 9 Порядку надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України підставами для прийняття рішення про відмову в наданні дозволу на обіг цінних паперів українських емітентів за межами України є невідповідність поданих документів вимогам законодавства; невиконання вимог, що встановлені цим Порядком. До того ж розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України здійснюються виключно на підставі дозволу Комісії, що видається за умови дотримання емітентом умов.

Між тим, недолугість законодавства, наявність ряду нормативних обмежень та заборон щодо розміщення цінних паперів за межами України спричиняє побудову правових моделей IPO, які оминають ряд вимог національного законодавця шляхом застосування норм міжнародного та іноземного права. Як наслідок, у літературі можна знайти вказівку на застосування в пострадянських країнах чотирьох основних моделей здійснення процедури IPO [4, с. 141—143; 5, с. 167]. Однією з перших вважається модель IPO, що проявляється у першочерговій пропозиції через депозитарні розписки (здійснення першочергової додаткової емісії акцій реалізується через закриту підписку, єдиним учасником якої є депозитарій). Наступною моделлю можна вважати реалізацію IPO через вторинне та первинне розміщення цінних паперів. У цьому разі акціонери компанії здійснюють вторинне розміщення акцій, а за отримані грошові кошти придбавають у емітента акції додаткової емісії. Не можна обійти увагою й модель вторинного розміщення цінних паперів (акцій) холдингу з отриманням інвестицій дочірньою компанією. У цій моделі дочірньою компанією виступає українська компанія, контрольний пакет акцій якої належить холдингу-нерезиденту. Холдинг-нерезидент здійснює вторинне розміщення цінних паперів, а отримані від такого розміщення грошові кошти використовуються відповідно до укладених правочинів про

вільне розпорядження грошовими коштами. Останньою із моделей, що користується попитом на практиці, вважається та, за якою IPO здійснюється шляхом первинного розміщення цінних паперів (акцій) холдингу, що зареєстрований в офшорній зоні [4, с. 141—143]. У цьому випадку холдинг володіє контрольним пакетом акцій українських компаній та проводить розміщення власних акцій на міжнародних фондових біржах.

Таким чином, враховуючи національний правовий вакуум та законодавчі обмеження, українські емітенти проводять розміщення цінних паперів на міжнародних біржах на основі однієї з наведених правових моделей. Тобто через створення компанії спеціального призначення або глобальні депозитарні розписки [6], або шляхом здійснення моделей вторинного та первинного розміщення цінних паперів. У цій площині можна помітити те, що українські корпоративні утворення через корпоративно-правові механізми реалізують IPO, як правило, у статусі нерезидентів України шляхом спеціального створення іноземних материнських компаній, у тому числі в офшорних зонах, до складу яких вони і входять шляхом, як правило, передачі корпоративних прав української компанії материнській компанії-нерезиденту. Якщо точніше, то у більшості випадків відбувається створення холдингу в офшорній юрисдикції та перереєстрація прав власності українських активів компанії на користь нерезидента (найчастіше таким нерезидентом виступає офшорна материнська компанія). У подальшому офшорна компанія здійснює додаткову емісію цінних паперів та розміщує їх через механізм IPO на біржі, а виручені кошти або їх частину непрямим способом перераховує до компанії, що є резидентом України [7].

Подібні правові моделі реалізації IPO можна помітити починаючи з першопроходця серед українських компаній, а саме Ukrproduct Group, яка розмістила свої акції на Лондонській фондовій біржі 11—18 лютого 2005 р., продавши 27,21% акцій, одержавши за це 6 млн англійських фунтів стерлінгів, які купили 18 інституціональних і 33 приватних інвестори [8]. Зазначена компанія зареєстрована не в Україні, а на острові Джерсі [9], що знаходиться в складі Нормандських островів

під юрисдикцією Великобританії. Подібного роду правові механізми на сьогодні є своєрідним шаблоном для проведення «непрямого» IPO українськими корпоративними утвореннями. Наведену тезу можна підкріпити даними щодо більшості українських компаній, що непрямим способом розміщують цінні папери на зовнішніх фондових ринках. Наприклад, опираючись на дані інтернет-контенту, Мировіський хлібопродукт за допомогою компанії MHP S.A., що зареєстрована в Люксембурзі, здійснив розміщення акцій [10], XXI Century investments public limited при реалізації IPO здійснило реєстраційні процедури у Республіці Кіпр [11], а Полтавський ГЗК входить до складу компанії Ferretchro AG, що зареєстрована в Швейцарії [12].

Окрім національних нормативних обмежень, заборон, з якими мають справу українські емітенти при здійсненні процедури IPO, іноземні, міжнародні біржі також встановлюють жорсткі вимоги для них, дотримання яких потребує, як правило, реструктуризації компанії, прозорості фінансової звітності за певний період діяльності тощо.

Вимоги щодо емітентів та цінних паперів встановлюються кожною біржою окремо. Вони залежать від права держави, де зареєстрована біржа, та від локальних актів біржі. Наприклад, на Лондонській фондовій біржі критерії допуску на біржу перелічені у Правилах лістингу, де, серед іншого, встановлена необхідність опублікування проспекту емісії перед тим, як цінні папери будуть включені в лістинг та допущені до торгів на основному ринку [13]. Дещо інший підхід до розкриття інформації емітентами можна знайти у стандартах допуску емітентів Франкфуртської фондової біржі, де опублікування проспекту емісії є не обов'язковим, а лише рекомендованим [14]. Окреслений підхід до розкриття інформації Франкфуртської фондової біржі є доволі ліберальним. Однак емітентам, що обрали її для проведення IPO, слід враховувати, що вона встановлює інші вимоги, суворе дотримання та відповідність яким дає можливість емітентам розмістити цінні папери на цій біржі. Зазначені основні вимоги відображені переважно у Правилах Франкфуртської фондової біржі (Börsenordnung für die

Frankfurter Wertpapierbörse [15]), в Законі ФРН «Про торгівлю цінними паперами» (WpHG — Gesetz über den Wertpapierhandel [16, с. 2708]) та в інших нормативно-правових актах.

Розміщуючи цінні папери на тій чи іншій біржі, емітентам варто враховувати, що в деяких країнах законодавцем встановлено окремі переваги для іноземних емітентів, що розміщують на біржі свої цінні папери. Наприклад, Закон ФРН «Про акціонерні товариства» вимагає від компанії, що розмістила цінні папери на регульованому ринку, щорічно опубліковувати інформацію про те, чи виконує зазначена компанія рекомендації Німецького кодексу корпоративного управління (Deutscher Corporate Governance Kodex), так звану декларацію відповідності [17]. Однак, відповідно до передмови Німецького кодексу корпоративного управління, сфера його дії розповсюджується лише на німецькі акціонерні товариства, що пройшли лістинг [18], а тому іноземні емітенти не зобов'язані опубліковувати зазначену декларацію відповідності, з чого можна зробити висновок про відсутність обов'язку узгоджувати діяльність іноземної компанії-емітента із зазначеним кодексом.

Отже, враховуючи ситуацію, що склалася з реалізацією IPO в Україні, можна дійти висновку, що найбільш чітким аспектом цього процесу є недосконалість національного правового поля у сфері IPO. На даний момент нормативні обмеження та недолугість законодавства є своєрідним «Прокрустовим ложем» (грец. he kline tu Prokrustu) для IPO, адже, з одного боку, вони сприяють захисту власників цінних паперів, а з іншого — усиченню ювелірних юридичних механізмів розміщення та обігу цінних паперів та, як наслідок, суттєвому скороченню прямих іноземних інвестицій. Проведений аналіз свідчить про необхідність модернізації національного законодавства у сфері IPO шляхом трансформації нормативно-правової бази через призму забезпечення максимального обігу цінних паперів та належної інтеграції такого міжнародного правового інструменту як IPO. Враховуючи як явні, так і латентні правові проблеми здійснення IPO, закликаю правників до їх ширшого обговорення.

Список використаних джерел

- 1 Костенко Н., Євтушенко Н. Первинна публічна пропозиція акцій (IPO) як спосіб виходу компанії на світові фондові ринки. — 2006. — № 4 (76). — С. 35—38.
- 2 Ritter J.R., Welch I. A. Review Of IPO Activity, Pricing and Allocations. — The Journal of Finance. — 2002. — Vol. 57. — № 4. — P. 1795—1828.
- 3 Шлык П. В. Экономическая сущность первичного публичного размещения акций. — Представ. власть — XXI в.: зак., ком., проб. — 2007. — Вып. № 1 (74). — С. 29—32.
- 4 Лукашов А. В. IPO от I до O: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альп. Биз. Букс, 2008. — 361 с.
- 5 Хигинс Р. Отношения с инвесторами: Передовой опыт. — М.: Альп. Биз. Букс, 2005. — 219 с.
- 6 Миколишин М. М. Публічне розміщення акцій (IPO) як інструмент залучення додаткових ресурсів банківською установою. [URL]: http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ekfor/2011_2/55.pdf.
- 7 Сидоров В. И., Непрядкина Н. В. Преимущества интеграции Украины в фондовый рынок Лондона. [URL]: <http://dspace.univer.kharkov.ua/bitstream/123456789/4545/2/Sidorov.pdf>.
- 8 Долгальова М. О., Гавриш Я. Я. Аналіз досвіду первинного публічного розміщення акцій українських компаній. [URL]: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/pprbsu/2010_30/10_30_13.pdf.
- 9 Сорока М. В. IPO як механізм залучення інвестицій. [URL]: http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/Vnulp/Logistyka/2007_594/50.pdf.
- 10 MHP S.A. — карточка эмитента. [URL]: <http://www.cbonds.info/rus/organisations/organisation.phtml/params/id/13407>.
- 11 Установчий договір та статут XXI Century investments public limited. [URL]: <http://21.com.ua/files/5/Company%20charter.pdf>.
- 12 Ferrhexpo AG. [URL]: <http://www.ferrhexpo.com/history.aspx>.
- 13 Руководство по листингу на Лондонской фондовой бирже — London: White Page Ltd / отв. ред. Н. Пейдж. [URL]: http://www.russianipo.com/publications/2_guide-to-listing_rus.pdf.
- 14 Выход на Франкфуртскую фондовую биржу для международных компаний / Beiten Burkhardt. [URL]: http://www.amr.ru/storage/committee/BB_Newsletter_Frankfurt.pdf.
- 15 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse. [URL]: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center/INTEGRATE/zpd?object_id=84XHGGZ360NSGDDE.
- 16 Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz — WpHG) vol. 9. September 1998 № 4110-4 // BGBl. I. — 1998. — S. 2708.
- 17 Выход на Франкфуртскую фондовую биржу для международных компаний / Beiten Burkhardt. [URL]: http://www.amr.ru/storage/committee/BB_Newsletter_Frankfurt.pdf.
18. Deutscher Corporate Governance Kodex. [URL]: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2010/D_CorGov_Endfassung_Mai_2010.pdf.

Вавженчук С. Я. IPO: фактическая реализация в практическом и нормативно-правовом вакууме.

Статья посвящена некоторым проблемам первичного публичного предложения акций (IPO). Рассмотрены основные модели осуществления процедуры IPO. Определена необходимость модернизации национального законодательства в сфере IPO.

Ключевые слова: ценные бумаги, фондовый рынок, первичное предложение акций, IPO.

Vavzhenchuck S. Y. IPO: factual implementation in practical and regulatory-legal vacuum.

The article is devoted to some problems of Initial Public Offering (IPO). The main models of IPO implementation have been described. Author's defined the necessity of modernization of national legislation concerning IPO.

Keywords: securities, stock market, Initial Public Offering, IPO.