

УДК 334.716;336.767.2;339.727

**Стефанія ОСАДЧУК,**  
кандидат юридичних наук,  
доцент кафедри правового  
регулювання економіки та  
правознавства,  
Тернопільський національний  
економічний університет

## **ПРАВОВІ ОСНОВИ ПРОВЕДЕННЯ ІРО УКРАЇНСЬКИМИ КОМПАНІЯМИ**

### *Анотація*

*В статті розглянуто правове регулювання первинного публічного розміщення цінних паперів (ІРО) українських компаній на вітчизняних та міжнародних фондових біржах. Визначено основні нормативні вимоги виходу на ІРО. Зазначено шляхи вдосконалення чинного законодавства щодо подальшої інтеграції України в міжнародні ринки цінних паперів.*

**Ключові слова:** *первинне публічне розміщення цінних паперів, ІРО, фондова біржа, цінні папери, глобалізація, світовий ринок, інвестиції.*

## **Правовые основания осуществления IPO УКРАИНСКИМИ КОМПАНИЯМИ**

### *Аннотация*

*В статье рассматривается правовое регулирование первичного публичного размещения ценных бумаг (IPO) украинских компаний на отечественных и международных фондовых биржах. Определены основные нормативные требования выхода на IPO. Указаны пути усовершенствования действующего законодательства в отношении последующей интеграции Украины в международные рынки ценных бумаг.*

**Ключевые слова:** *первичное публичное размещение ценных бумаг, IPO, фондовая биржа, ценные бумаги, глобализация, мировой рынок, инвестиции.*

## **Legal Regulations on Holding IPO by Ukrainian Companies**

### *Annotation*

*This article considers legal regulations for initial public offering of Ukrainian companies' equities at domestic and international stock exchanges. It defines regulatory requirements for participation in IPO (Initial Public Offering). It suggests the ways to perfect current legislation for future integration of Ukraine into international IPO markets.*

**Key words:** *initial public offering of equities, IPO, stock exchange, equities, globalization, world market, investments.*

Зростання компанії в умовах конкуренції неможливе без вдосконалення технології, поліпшення параметрів продукції, підвищення ефективності управління. Це звичайний набір інвестиційних проектів, який провадить будь-яка компанія, що розвивається. Всі вони потребують фінансування, а кількість коштів, яку може вилучити з обігу порівняно невелика компанія, завжди обмежена. Власних коштів, як правило, недостатньо навіть при непоганій рентабельності бізнесу. Для того щоб бути конкурентоспроможним, необхідно постійно робити інвестиції у розвиток компанії.

Одним із способів залучення зовнішніх інвестицій є первинна публічна пропозиція акцій. IPO (Initial Public Offering) – пропозиція, яку компанія робить всім зацікавленим інвесторам. Звичайно на продаж виставляється пакет, що за розмірами не перевищує блокуючий. Це дозволяє власникам зберегти контроль над компанією. Проте процедура IPO змушує емітента розкривати про себе досить багато інформації.

IPO вважається сьогодні одним з найважливіших механізмів на ринках капіталу. Це одночасно і канал для отримання молодими компаніями нового капіталу, і спосіб інвесторів реалізувати прибутки на свої інвестиції.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Зазначена проблема має наукове обґрунтування. Так, А. Балюк досліджує питання впливу капіталу з України через неорганізований ринок цінних паперів, необхідність посилення вимог до торговців цінними паперами, а також наслідки приходу до України російських і західних фондових бірж [13, С.54-59]. В. Ковальова робить акцент на виявленні причин відставання українського фондового ринку від європейських фондових майданчиків і визначає шляхи впровадження

європейських стандартів на український фондовий ринок [15, С.53-56]. С. Червякова зазначає особливості здійснення вітчизняними підприємствами IPO на міжнародних фондових майданчиках [21, С.271-278].

Вагомі наукові дослідження і публікації з обґрунтування інвестиційних рішень, застосування первинного публічного розміщення акцій на шляху до залучення інвестицій, переваг і вимог IPO склали праці зарубіжних і вітчизняних учених-економістів – М.Благонравіна, П. Гайдуцького, П. Гулькіна, С. Гвардіна, Д. Зігеля, М. Ларіна, О. Мозгового, А. Рогач, Д. Редхеда, С. Хьюса, В. Кукса, В. Селик та ін.

Фундаментальні правові дослідження даного правового інституту вітчизняного законодавства відсутні. Поодинокі наукові розвідки стосуються висвітлення механізмів використання конкретними акціонерними товариствами процедур публічного розміщення акцій на іноземних фондових біржах.

Невирішеними залишаються питання правового регулювання щодо інтенсифікації процесу виходу українських підприємств на міжнародний фондовий ринок, щодо специфіки здійснення даної транзакції, оскільки значна частина даних правовідносин виникає за межами правового поля України. Діюче законодавство не враховує також, що при здійсненні IPO грошові кошти будуть акумульовані за межами України та потребуватимуть їх введення в нашу державу з усіма обмеженнями валютного, банківського, податкового, а також законодавства з протидії легалізації доходів, отриманих незаконним шляхом.

**Метою статті є** аналіз вітчизняної правової бази, необхідної для ефективного розвитку ринку первинних розміщень, оскільки важливо створити стабільні й передбачувані правила відносин бізнесу і влади, законодавчу основу для захисту прав власності.

Професійна діяльність на ринку цінних паперів – це підприємницька діяльність по перерозподілу фінансових ресурсів за допомогою цінних паперів і організаційному, інформаційному, технічному, консультативному і іншому

обслуговуванню випуску і обігу цінних паперів, яка є, як правило, винятковим або переважним видом діяльності.

У нашій країні, в умовах не досконалої процедури ухвалення законодавчих рішень і порядку вступу їх у силу, можливості розробки високоякісних нормативних документів істотно звужуються.

Оновлення законодавства, пов'язаного з ринком цінних паперів, наша держава повинна починати практично з нуля. Зараз вже немає можливості забезпечити спадковість прийнятих актів і законодавства, яке існувало в Російській імперії (у тому числі і в Україні) до 1917р. Ця обставина не може не викликати розчарування, оскільки до революції ми мали розвинену як на той час, правову базу регулювання фондового ринку. Вже в 1836р. у Росії було затверджене “Положення про компанії і акції”. В ухваленні такого правового документа, яке регламентувало діяльність акціонерних товариств, ми випереджали Пруссію на 6 років, Англію – на 7 років, Францію – на 19 років.

На жаль, розвиток правової бази, пов'язаної з ринком цінних паперів, після подій, які відбулися в жовтні 1917р., припинилося [14, С.22-27].

В Україні після ухвалення Верховною Радою 16 липня 1990р. “Декларації про державний суверенітет” почався процес формування правової бази для створення і функціонування ринку цінних паперів.

До групи законодавчих актів першого покоління, які сьогодні регулюють відносини на українському фондовому ринку, в першу чергу слід віднести Закони України “Про власність” [1], “Про цінні папери і фондовий ринок”[2], “Про господарські товариства”[3], “Про приватизаційні папери”[4], “Про банки і банківську діяльність” [5] та інші.

Аналіз цих документів дозволяє стверджувати про великий їх вплив на розвиток фондового ринку.

Проте необхідно сказати, що розробка цих документів проходила, не дуже детально, і створення таких необхідних інститутів фондового ринку, як саморегулюючих організацій, незалежних реєстраторів, депозитарію і кліринго-розрахункових організацій, не передбачалося зовсім.

Подальший розвиток українського ринку цінних паперів, збільшення його активів і об'ємів, вказало на необхідність оперативного закриття дір в законодавстві. Це призвело до розробки і ухвалення в 1992-1995рр. великої кількості нормативних актів. Зокрема, Указ Президента “Про інвестиційні фонди і інвестиційні компанії”[9], ЗУ “Про Національну депозитарну систему та електронний обіг цінних паперів в Україні[8] та ін.

На жаль, перше покоління нормативно-правових актів у сфері фондового ринку не завжди відповідало вимогам, які ставилися перед фондовим ринком. Головними причинами були, швидкість ухвалення цих правових документів, і відсутність єдиної концепції розвитку ринку цінних паперів. Більш того, деякі положення прийнятих правових документів, гальмували подальший розвиток інфраструктури фондового ринку.

Системніша і цілеспрямована робота у напрямі розвитку законодавства України у сфері цінних паперів почалося після ухвалення Указу Президента України від 12 червня 1995р. “Про державну комісію по цінних паперах і фондовому ринку” [10]. Вона була створена з метою реалізації єдиної державної концепції розвитку фондового ринку.

Наступним важливим кроком стало ухвалення Верховною Радою постанови від 25 вересня 1995р. “Про концепцію розвитку і функціонування фондового ринку України” [11].

Протягом 1996р. законодавча база ринку цінних паперів України була значно розширена і допрацьована.

Основною подією, що значно вплинула на фондовий ринок, стало ухвалення Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” [6].

Важливою подією на фондовому ринку України стало внесення змін в 1996р. у Закон України “Про цінні папери і фондовий ринок” [2].

В період 2001-2011рр. було прийнято ряд законів, указів і постанов, які істотно доповнили правовий арсенал про існуючий фондовий ринок, проте тільки після ухвалення нової редакції Закону України “Про цінні папери і фондовий ринок” та прийняття ЗУ «про акціонерні товариства» [7], можна

говорити про створення другого покоління національного законодавства про цінні папери (що украй необхідне нашій державі).

Обслуговування обігу цінних паперів в Україні регулюється низкою законодавчих і підзаконних нормативних актів. Враховуючи обсяг випущених в Україні цінних паперів, сфера застосування цих нормативно-правових актів розповсюджується на облік прав майже половини населення України.

Відсутність практики формування системи обліку прав за іменними та бездокументарними цінними паперами в Україні вимагає вивчення досвіду інших країн і його адаптації до українських реалій. Досвід розвинутих ринків цінних паперів, які вже давно зіткнулися з цими проблемами, є цінним матеріалом для формування в Україні надійної системи обліку прав і системи розрахунків за цінними паперами. Разом з тим, існують суттєві проблеми і застарілі норми законодавства, які заважають запровадити новації світової індустрії цінних паперів.

Сьогодні процедури обліку, клірингу та розрахунків, що використовують депозитарії та зберігачі, визначають дієвість та ефективність ринків цінних паперів, допомагають забезпечити їх цілісність, знизити рівень ризику та заощадити значні кошти.

Зближення існуючого і майбутнього законодавства України з міжнародними нормами є важливими умовами досягнення привабливості ринків цінних паперів України для інвесторів. Ґрунтовного осмислення стратегії європейської інтеграції України можливо досягти на основі вивчення конкретних європейських і міжнародних норм. Цей шлях має забезпечити реальну можливість інтеграції українського ринку цінних паперів у міжнародні ринки.

Розробка законів та підзаконних нормативно-правових актів повинна здійснюватися з урахуванням міжнародного досвіду. Ця вимога, зокрема, встановлена в Законі України “Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” [8] у відношенні до діяльності Національного депозитарію, який повинен здійснювати

стандартизацію депозитарного обліку і стандартизацію документообігу щодо операцій з цінними паперами відповідно до міжнародних норм.

Шлях України щодо гармонізації українського законодавства до законодавства ЄС передбачає, зокрема, врахування нормативних актів ЄС, які регулюють обіг цінних паперів, таких як: Директива Ради 77/91/ЄЕС про узгодження з метою розробки рівноцінних захисних засобів, які застосовуються для охорони своїх та чужих інтересів від 13 грудня 1976 року; Рекомендація Комісії 1977 року щодо Європейського кодексу здійснення трансакцій з переказними цінними паперами; Директива Ради 93/22/ЄЕС 1993 року щодо інвестиційних послуг в сфері цінних паперів; Директива 94/19/ЄС Європейського Парламенту та Ради Європи 1994 року щодо схем депозитного гарантування; Директива 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради Європи 2000 року щодо започаткування, здійснення та розміркованого нагляду над діяльністю інститутів електронних грошей [20].

Встановлені в цих та інших законодавчих актах ЄС вимоги використовуються для розробки внутрішніх актів законодавства країнами, яким ці вимоги адресовані. Норми законодавства створюють умови для вільного руху капіталу, забезпечуючи підґрунтя для реальної інтеграції економік цих країн. На основі загальних норм фінансова індустрія формує конкретні заходи і процедури, які сприяють міжнародним інвестиційним потокам та зменшують ризики інвестиційної діяльності.

Останнім часом дедалі більше українських підприємств розглядають зарубіжні фондові ринки як джерело залучення капіталу. Проте кількість випадків виходу емітентів на ринок цінних паперів залишається незначною.

Найрозповсюдженіші способи виходу вітчизняних компаній на зовнішні ринки — публічне розміщення акцій (ІРО) та випуск єврооблігацій.

Причини повільного виходу потенційних емітентів на міжнародні ринки шляхом публічного розміщення акцій: небажання вітчизняного бізнесу публікувати свою звітність; низький рівень корпоративного управління; невисока ліквідність вітчизняного фондового ринку; нераціональна система оподаткування.

Тимчасовим положенням про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України [12] встановлено, що надання дозволу на обіг цінних паперів українських емітентів за межами України здійснюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Дозвіл надається на обіг цінних паперів українських емітентів, якщо всі цінні папери додаткової емісії розміщуються за межами України. Емітент повинен мати лістинг по попередніх випусках цінних паперів на фондовій біржі на території України або на торговельно-інформаційній системі (ТІС). Емітент не може розміщувати за межами України цінні папери першої емісії цінних паперів.

Під дію цього Положення підпадають емітенти цінних паперів, статутний фонд яких не менше 5 млн. грн. Емітенти, статутний фонд яких менше 5 млн. грн., не мають права розміщувати цінні папери за межами України.

Емітент може розміщувати цінні папери за межами України на загальну суму, що не перевищує 25 % статутного фонду емітента.

Емітент не має права розміщувати цінні папери за межами України за ціною нижче тієї, що склалася на фондовій біржі на території України або на торговельно-інформаційній системі, та за ціною нижче номінальної. У разі падіння ціни на цінні папери емітента за межами України нижче їх ціни при обігу на території України емітент зобов'язаний повідомити Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку.

Забороняється до кінця розміщення цінних паперів за межами України та отримання емітентом коштів, випуск будь-яких похідних цінних паперів на цінні папери, які розміщуються за межами України.

На цінні папери, які розміщуються за межами України, емітент може випускати депозитарні сертифікати та депозитарні свідоцтва.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку визначає, яким чином та на яких біржах і торговельно-інформаційних системах за межами України емітент може розміщувати свої акції та облігації.



Для отримання дозволу емітент повинен зареєструвати в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку випуск акцій (облігацій) та інформацію про емісію цінних паперів.

Документи, що подані для одержання дозволу на обіг цінних паперів за межами України, розглядаються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку протягом 45 днів.

Емітент повинен дотримуватись вимог валютного законодавства України, тобто акції емітента можуть випускатися і котируватися тільки в гривні, що неприйнятно для іноземних інвесторів.

Більшість із наведених положень є абсолютно неприйнятними для іноземних інвесторів, тому більшість емітентів проводила розміщення через свої материнські компанії, зареєстровані за кордоном. Тобто перед IPO або навіть приватним розміщенням вони структурували свій бізнес, будуючи схему корпоративного контролю так, що бізнес в Україні опинявся серед дочірніх структур, контрольованих холдинговою компанією, яка і залучала ресурси через розміщення.

Найбільш популярними юрисдикціями у "наших" емітентів були: Кіпр, Британські території (острови Мен і Джерсі). Пошук іноземних посередників для IPO серйозно збільшує тривалість та вартість і знижує ефективність даного процесу.

Прийняття Закону "Про акціонерні товариства" поки що ніяк не вплинуло на правила структурування бізнесу перед розміщеннями.

Очевидно, що дорога до Лондона, Парижа або навіть Варшави для наших емітентів стає коротшою через Кіпр, Люксембург або острівні території.

Відбувається це не стільки через недосконалість нашого корпоративного права, скільки за незручностей податкового законодавства для компаній, що залучають інвестиції з-за кордону.

## **Висновки**

Успіх проведення компанією первинної публічної пропозиції акцій залежить від дуже багатьох чинників – у першу чергу від масштабів бізнесу компанії, намагань компанії вести бізнес відкрито, її іміджу і популярності

серед інвесторів, а також від загальної економічної ситуації в країні і світі і стану ринку цінних паперів.

Чи не найосновнішим чинником є досконалість українського законодавства для проведення IPO.

Незважаючи на встановлену законодавством можливість здійснення українськими компаніями прямого розміщення цінних паперів на іноземних фондових біржах, навряд чи можна очікувати реалізації цих норм найближчим часом. Влада, в особі НКЦПФР поставила на меті поживлення організованого фондового ринку в Україні, а тому не зацікавлена у витокі ліквідних цінних паперів за межі країни. Однак така політика суперечить інтересам компаній, які за допомогою іноземних фондових бірж можуть залучити фінансові ресурси у значно більших розмірах, ніж в Україні. За таких обставин механізм IPO вкрай затребуваний.

В сучасних умовах законодавцю при прийнятті законодавчих актів щодо розміщення цінних паперів на іноземних фондових біржах необхідно мати на увазі, що значна частина правовідносин у процесі та після реалізації механізмів проведення IPO виникає за межами правового поля України, а та частина, що стосується українського права має бути врегульована спеціальними нормами з врахуванням специфіки транзакції. Тому необхідна синхронізація (співпадання) законодавчої бази розвинених країн заходу та вітчизняного законодавства щодо розвитку фондового ринку.

Щоб українське законодавство не стало серйозною перешкодою для компаній, що бажають провести IPO необхідно прийняти та вдосконалити законодавчі акти щодо:

- розкриття інформації про бізнес компанії, її власників, оприлюднення фінансової звітності, розкриття активів та перетворення на публічні, відкриті компанії;
- системи оподаткування емісійного доходу та дивідендів;

- зняття обмежень валютного, банківського законодавства при введенні в Україну грошових коштів, акумульованих за межами України при проведенні ІРО;
- забезпечення прозорості розміщення українськими емітентами акцій на іноземних фондових біржах;
- повноцінного правового забезпечення контролю державних органів за застосуванням діючого законодавства в сфері фондового ринку, з нарощуванням ресурсів такого контролю;
- співпадання української юридичної термінології в сфері цінних паперів з міжнародною, щоб уникнути невідповідностей між вітчизняним та іноземним законодавством;
- роз'яснення переваг цього процесу.

Нове законодавство повинно бути логічним продовженням та розвитком правових основ функціонування фондового ринку як в Україні, так і на іноземних фондових біржах, з метою недопущення та усунення колізій.

#### ***Список літератури та законодавства:***

1. Закон України “Про власність” від 07.02.1991 №697-ХІІ. - //Відомості Верховної Ради України. - 1991. - № 20. - ст. 249
2. Закон України “Про цінні папери і фондовий ринок” від 23.02.2006 № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. - 2006. - № 31. – ст. 268
3. Закон України “Про господарські товариства” від 19.09.1991 № 1576-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. - 1991. - № 49. - ст. 682
4. Закон України “Про приватизаційні папери” від 06.03.1992 № 2173-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. - 1992. - № 24. - ст. 352
5. Закон України “Про банки і банківську діяльність” від 07.12.2000 № 2121-III // Відомості Верховної Ради України. - 2001. - № 5. - ст. 30

6. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.1996 № 448/96-ВР// Відомості Верховної Ради України. - 1996. - № 51. - ст. 292
7. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI //Відомості Верховної Ради України. - 2008. - № 50, /№ 50-51/ - ст. 384
8. Закон України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 № 710/97-ВР //Відомості Верховної Ради України. - 1998. - № 15, ст. 67
9. Указ Президента від 19.02.1994 р. №55/94 про затвердження Положення “Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії” //rada.gov.ua
10. Указ Президента України від 12 червня 1995 р. про затвердження положення “Про державну комісію з цінних паперів та фондового ринку” ///rada.gov.ua
11. Постанова Верховної Ради України “Про концепцію розвитку і функціонування фондового ринку України” від 22.09.1995р. № 342/95-ВР Відомості Верховної Ради України. - 1995. - № 33. - ст. 257
12. Тимчасове положенням про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України затверджено рішенням ДКЦПФР №36 від 17 жовтня 1997 року // <http://www.uazakon.com/document/spart78/inx78140.htm>
13. Балюк А. Наша цель сегодня - не допустить «бегства» украинских ценных бумаг на зарубежные фондовые площадки [текст] // Бизнес. - 2007. - № 9.
14. Благонравин М. Как сделать будущее прозрачным [текст] //Эксперт Украина. - 2006. - №5(56). – С.22-27.
15. Ковалева В. По ком рычит медведь [текст] // Эксперт Украина. - 2006. - №35.
16. Кость К. Переваги IPO як засобу здійснення інвестицій [текст] //Галицький економічний вісник. – 2011. - №1(30). – С.74-78.

17. Кукса В. Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку //Дзеркало тижня. – 2010. – № 35 (664).
18. Ларін М. IPOдром для українських компаній [текст] // Правовий тиждень. - №29(207) від 20 липня 2010.
19. Стеценко М. Розміщення українськими емітентами акцій на іноземних фондових біржах: переваги та недоліки [текст] //Юридична газета. №9. – 01 березня 2011. – С.1,7.
20. Хоружий С. Міжнародні норми обслуговування обігу цінних паперів // <http://www.horuz.narod.ru/st41.htm>
21. Червякова С. Особливості здійснення вітчизняними підприємствами IPO на міжнародних фондових майданчиках [текст] //ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ». – 2008. - №4.