

НАПРЯМКИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ДОДАТКОВОГО ВИПУСКУ АКЦІЙ АКЦІОНЕРНИМИ ТОВАРИСТВАМИ

С.М.Грудницька, к.ю.н., доцент, старший науковий співробітник ІСПД НАН України
Л.І.Фесечко, старший викладач ДонНУ МОН України

На сучасному етапі розвиток інвестиційної діяльності має надзвичайно велике значення. Вирішити питання налагодження емісійного каналу надходження інвестицій завдяки факторам суто зовнішнього впливу, як свідчить практика, неможливо. Випуск цінних паперів дає можливість акціонерному товариству залучати необхідні фінансові ресурси, формувати власний капітал. Недостатній рівень розвитку фондового ринку та законодавства про цінні папери зумовлює складність залучення нових інвестицій у економіку. Це призводить до того, що знижується зацікавленість АТ у здійсненні додаткових випусків акцій. Вищевикладене свідчить про те, що проблема вдосконалення правового регулювання додаткового випуску акцій АТ з метою подолання розриву зв'язків між капіталом АТ і ринком капіталів не може бути вирішена без системного підходу.

Загальні питання вдосконалення корпоративного управління АТ досліджувалися у роботах О. Блюмхардта, О. Вінник, С. Грудницької, О. Кібенко, А. Онуфрієнко, І. Спасібо-Фатєєвої, О. Щербини, О. Янкової та інших, але автори торкалися лише окремих питань додаткового випуску акцій АТ.

Правове регулювання додаткового випуску акцій АТ здійснюється Господарським кодексом України [1], а також Цивільним кодексом України [2], Законом України від 19 вересня 1991 р. «Про господарські товариства» [3] іншими законами і підзаконними актами [4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12,], але існуюче правове регулювання не забезпечує належної емісійної поведінки АТ і потребує удосконалення. Не вирішує цієї проблеми і прийнятий 23 лютого 2006 р. Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок» [13]. Хоч він містить низку корисних нововведень, але залишає широкий простір для вдосконалення. Проведений порівняльний аналіз діючого порядку додаткового випуску акцій і порядку емісії акцій, передбаченого новим Законом, показав, що в низці випадків діючі норми більш адекватні відносинам, що складуються на тих або інших етапах. Крім того, аналіз норм нового Закону свідчить про недоліки збалансування приватних і публічних інтересів у його рамках: закріплені за ДКЦПФР повноваження в ряді випадків є надмірними. Звідси може бути зроблено висновок про необхідність подальшого вдосконалення нового Закону.

Метою цієї статті є надання рекомендацій з удосконалення правового регулювання додаткового випуску акцій АТ для активізації емісійної (інвестиційної) діяльності на ринку акцій та підвищення ефективності господарювання АТ в Україні, які були сформовані на основі багаторічних комплексних авторських досліджень.

Насамперед, потрібно достатньо визначитися у змісті поняття „випуск акцій”, оскільки це питання є дискусійним.

Аналіз законодавства дозволяє виділити значення терміна «випуск акцій» як сукупності дій і як сукупності цінних паперів. У першому випадку термін «випуск» може вживатися в широкому (випуск і обіг) і вузькому (випуск і реалізація) значенні.

З цього приводу слід вказати на подвійну правову природу додаткового випуску акцій. Правова природа додаткового випуску акцій, є, з одного боку, корпоративною, з іншого - емісійною. З цим пов'язана і подвійність поняття випуску як сукупності дій та сукупності цінних паперів. Вона обумовлена подвійною природою акції та акціонерного капіталу. Так, акції мають подвійну природу частки у статутному фонді і фондового інструменту. У законодавстві це підтверджується, з одного боку, ст.24 Закону України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. та ст.80 ГК України, які закріплюють, що статутний фонд поділено на акції рівної номінальної вартості, та з другого боку, ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р., закріплює, що акції як цінні папери, є фондовим інструментом. Акціонерний капітал згідно з його подвійною природою є, з

одного боку, реальним капіталом (який залучається в оплату за акції), з другого боку, фіктивним капіталом, який обертається на фондовому ринку. Фіктивний капітал (фондовий капітал) - капітал у вигляді цінних паперів, що приносять прибуток їх власникам. На відміну від капіталу, вкладеного у різні сфери та галузі суспільного виробництва, він не є реальним багатством та не має дійсної вартості [14, с. 1415].

Подвійна природа додаткового випуску акцій як сукупності акцій може бути позначена, з одного боку, як корпоративна правова природа (випуск акцій як часток у статутному фонді, що надають корпоративні права), з іншого боку, як фондова¹ (або емісійна) правова природа (емісія акцій як цінних паперів). Термін «випуск акцій», який використовується у законодавстві вбирає у себе обидва ці аспекти.

Цим обумовлена подвійність поняття випуску акцій як сукупності дій і сукупності цінних паперів.

Слід зазначити, що якщо поняття випуску акцій як сукупності цінних паперів законодавчо визначено, то поняття випуску акцій як сукупності дій не має визначення в законодавстві. Це стає причиною термінологічної плутанини. У законодавстві й у літературі поняття «випуск» і «емісія» часто використовуються як тотожні. Слід акцентувати увагу на тому, що термін «емісія» (випуск в обіг цінних паперів) входить у термінологічний апарат правового регулювання фондового ринку, тоді як випуск акцій більш ємне поняття, що включає в себе всю сукупність корпоративних і емісійних дій, необхідних для здійснення додаткового випуску акцій. Тому поняття додаткового випуску акцій як сукупності дій пропонується визначити наступним чином: складна юридична конструкція, що включає в себе органічно пов'язані корпоративні та емісійні дії, що розпочинаються прийняттям рішення про додатковий випуск акцій та завершуються оформленням глобального сертифікату при бездокументарній формі випуску чи включенням особи до реєстру власників іменних цінних паперів при документарній формі випуску акцій.

Щодо поняття «емісія» треба відмітити, що емісія цінних паперів також має на увазі, насамперед, сукупність певних юридичних дій, а вже потім їхню послідовність. Через це поняття емісії акцій у Законі України «Про цінні папери й фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. доцільно уточнити, виклавши в наступній редакції: «емісія цінних паперів - сукупність юридичних дій емітента у встановленій законодавством послідовності по розміщенню цінних паперів на фондовому ринку на підставі відповідного дозволу уповноваженого органа».

Слід зазначити, що у законодавстві інших країн теж різняться поняття «випуск» і «емісія». Наприклад, Закон Франції «Про торгівлі товариства» від 24.07.1966 р. у ст. 178 «Збільшення капіталу, емісія нових акцій» передбачає, що капітал товариства збільшується шляхом випуску нових акцій [15]. Аналогічно в англійській мові існує два адекватні цим значенням слова: *issue* - надходження, *issued capital* - випущений акціонерний капітал; *emission* - випуск у обіг цінних паперів.

Щодо порядку додаткового випуску акцій слід вказати на необхідність забезпечення його адекватності характеру відносин, що при цьому складуються.

Питання про природу відносин, що складуються між емітентом і особами, які набувають акції додаткового випуску, сьогодні є дискусійним. Частина спеціалістів висловлюється за визнання відносин, що складається між акціонерним товариством і набувачами акцій купівлею-продажем, інша розглядає їх як відносини приєднання до установчого договору. Істина ж, як завжди, лежить посередині. Договірні відносини між акціонерами й АТ насправді мають подвійну природу - установчого договору й договору купівлі-продажу цінних паперів: у процесі приєднання до установчого договору, умови якого закріплені в законодавстві й статуті АТ, набуваються зобов'язальні права на частку в статутному фонді АТ (акції), а шляхом укладання договору купівлі-продажу цінних паперів набувається право власності на акції як цінні папери. Виходячи із цього, договір передплати на частку в статутному фонді є одночасно умовним договором купівлі-продажу відповідних цінних паперів.

¹ Фондовий капітал - капітал, вкладений в цінні папери [14, с.1426).

Узгоджено з цим, у сукупності дій по додатковому випуску акцій може бути виділено два органічно пов'язаних ряди юридичних дій: корпоративних і емісійних.

Корпоративні дії беруть початок із прийняття АТ рішення про збільшення статутного фонду шляхом додаткового випуску акцій. Емісійні дії із приводу додаткового випуску акцій мають на увазі випуск цінних паперів в обіг на фондовий ринок і беруть початок з державної реєстрації даного рішення. У корпоративних діях може бути виділено такі стадії: ухвалення рішення про збільшення статутного фонду; реалізації акцій як частка у статутному фонді; внесення змін до статуту і їхньої державної реєстрації. В емісійних діях - стадії: державної реєстрації рішення про додатковий випуск акцій; розміщення цінних паперів; державної реєстрації випуску цінних паперів. Перший і останній етапи емісійних дій слід позначити як реєстрацію оголошеного й розміщеного випуску акцій (з урахуванням нововведень у законодавстві, пов'язаних з перенесенням етапу виготовлення сертифікатів цінних паперів на початок розміщення (відчуження) цінних паперів, виникає потреба в класифікації додаткового випуску акцій на оголошений і розміщений).

Виходячи з первинності реального капіталу (частки у статутному фонді) і вторинності фіктивного (цінних паперів), усі стадії емісії акцій, здатні вплинути на внесення змін до статуту АТ і їхню державну реєстрацію, включаючи реєстрацію звіту про розміщення акцій, повинні передувати цим завершальним корпоративним діям, а після реєстрації змін в статуті здійснюватися лише завершальні емісійні дії: реєстрація випуску цінних паперів з урахуванням зареєстрованих змін в статуті й видання свідоцтва про це, опублікування результатів емісії, оформлення глобального сертифіката або внесення змін до реєстру власників іменних цінних паперів.

З моментом державної реєстрації випуску акцій, що по суті є державною реєстрацією сукупності договорів купівлі-продажу акцій, доцільно пов'язувати виникнення права власності на акції, а з моментом державної реєстрації змін у статуті - зобов'язальні права на частку в статутному фонді АТ. Після державної реєстрації змін у статуті АТ з урахуванням зареєстрованої частки акціонера в статутному фонді АТ визначається кворум загальних зборів, у акціонера виникає право вимагати (поетапно) державної реєстрації випуску акцій, оформлення глобального сертифікату при бездокументарній формі випуску або включення до реєстру власників іменних цінних паперів при документарній формі випуску. Одночасно із зобов'язальними правами виникають корпоративні права, що випливають із них (на участь в управлінні, на дивіденди та ін.), однак їхня реалізація може бути обмежена законом до моменту внесення змін до реєстру власників іменних цінних паперів. Даний підхід є доцільним, оскільки реєстру приділяється роль носія достовірної інформації про власників акцій. Але в законодавчому регулюванні потрібно враховувати більш ранній момент виникнення корпоративних прав і відповідно до цього формувати систему гарантій прав акціонерів.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. емісія акцій бере свій початок з ухвалення рішення про розміщення акцій, що є невинуватим. Вихідним етапом додаткового випуску акцій є ухвалення рішення про додатковий випуск акцій, а емісія розпочинається з державної реєстрації рішення про додатковий випуск акцій, що фактично означає допуск емітента на ринок цінних паперів. Розміщення акцій розпочинається після державної реєстрації рішення про додатковий випуск акцій ухваленням рішення про розміщення акцій уповноваженим на це органом.

З урахуванням того, що із часом зареєстровані дані про фінансовий стан емітента здатні втрачати свою вірогідність, доцільно передбачити загальний строк додаткового випуску акцій (2 роки), а право розміщувати оголошені акції в невизначений термін надати тільки найбільш надійним емітентам (великим акціонерним товариствам), передбачивши право інших емітентів розміщувати акції в межах оголошеного капіталу тільки серед працівників підприємства за рахунок коштів ФАПП.

Дії емітента з розповсюдження інформації про здійснення підписки на акції пропонується кваліфікувати наступним чином: у випадках відкритої підписки на акції публікація проспекту емісії є офертою, за винятком випадків, встановлених у законі, в інших випадках - пропозицією до оферти, якщо проспект емісії не містить указівки на те, що є офертою. Пропонується розширити поняття публічного зобов'язання, закріплене в ст.178 ГК України шляхом включення до нього відкритої

(публічної) пропозиції цінних паперів.

Щодо державної реєстрації випуску акцій, необхідно розподілити її на два етапи - державну реєстрацію оголошеного випуску акцій на першій стадії емісії і розміщеного випуску акцій на останній - та передбачити подання для реєстрації змін у статуті про оголошений капітал, крім відповідного рішення загальних зборів акціонерів, свідоцтва про державну реєстрацію оголошеного випуску акцій, а для реєстрації змін у статуті про збільшення статутного фонду - свідоцтва про держреєстрацію розміщеного випуску акцій. Передбачене Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» затвердження звіту про розміщення акцій після внесення змін до статуту і їхньої реєстрації закладає зайві ризики в систему корпоративних відносин, які перебувають під загрозою недійсності через порушення при розміщенні, які можуть і повинні бути виявлені на попередньому етапі. На цьому ж етапі повинна припинитися можливість визнання емісії недійсною тим установленням, що на більш пізніх етапах вона може бути визнана недійсною лише по підставі недійсності змін у статуті.

Серед підстав визнання емісії недобросовісною слід виділити підстави, з яких контроль і застосування наслідків здійснюється до реєстрації оголошеного випуску акцій і проспекту емісії: невідповідність поданих емітентом документів або відомостей, які в них утримуються, вимогам законодавства та/або переліку, визначеному ДКЦПФР; порушення порядку ухвалення рішення про відкрите (публічне) розміщення цінних паперів. В цілому ж передбачені законом підстави треба зменшити і встановити судовий порядок визнання емісії недійсною. Зокрема, доцільно обмежити підстави визнання емісії недійсною випадками порушень, що ввели інвесторів в суттєву оману або здійснення емісії з метою, що завідомо суперечить інтересам держави і суспільства, а також обмежити підстави недійсності емісії після державної реєстрації змін у статуті АТ недійсністю змін у статуті.

Окрім того, щодо порядку додаткового випуску акцій рекомендується: закріпити право загальних зборів акціонерів делегувати спостережній раді або правлінню повноваження: внесення змін до рішення про випуск акцій до його реєстрації з визначених в рішенні загальних зборів питань і за певних обставин; затвердження звіту про результати підписки на акції; затвердження рішення загальних зборів про збільшення статутного фонду чи постанову нового рішення за визначених загальними зборами обставин;

встановити вимоги попереднього одержання письмової відмови від переважного права купівлі акцій щодо категорії осіб, частка яких складає 5 і більше відсотків статутного фонду АТ, а щодо інших акціонерів - обов'язку емітента здійснювати рекомендованими листами повідомлення про їхнє переважне право на купівлю акцій;

визначити повний перелік термінів здійснення поетапних корпоративних та емісійних дій після закінчення розміщення акцій, загального терміну додаткового випуску акцій на підставі рішення про збільшення статутного фонду АТ з одночасним введенням поняття оголошеного капіталу АТ;

обмежити відчуження акцій (блокування) до їх повної оплати, а якщо оплата не проведена у передбачені умовами випуску строки - перехід права власності на цінні папери до АТ з їх наступною реалізацією або анулюванням.

На підставі вищевикладеного слід зробити наступний висновок.

З урахуванням того, що Закон «Про цінні папери й фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. вимагає узгодження із Законом «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. (повинні бути погоджені корпоративний і емісійний аспекти додаткового випуску акцій), доцільно провести кодифікацію відповідних норм у ГК України шляхом визначення етапів додаткового випуску акцій з органічним урахуванням етапів емісії акцій. При цьому перелік етапів додаткового випуску акцій доцільно починати з ухвалення рішення про додатковий випуск акцій і закінчувати внесенням змін до реєстру власників іменних цінних паперів, щоб охопити повний цикл корпоративний і емісійних дій.

РЕЗЮМЕ

Стаття посвячена совершенствованию законодательного регулирования дополнительного выпуска акций акционерными обществами. Сформулированы предложения по совершенствованию действующего законодательства в данной области.

SUMMARY

Article is devoted to perfection of legislative regulation of additional issue of the shares of joint-stock companies. The offers on the perfection of acting legislation in this area are formulated in the article.

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436 // Офіційний вісник України. - 2003. - № 11. - Ст.462.
2. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435 // Офіційний вісник України. - 2003. - № 11. - Ст. 461.
3. О хозяйственных обществах: Закон Украины от 19 сентября 1991 г. № 1576-XII // Ведомости Верховного Совета Украины. - 1991. - № 49. - Ст. 682.
4. О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине: Закон Украины от 30 октября 1996г. № 448/96-ВР // Ведомости Верховной Рады Украины. - 1996 . - № 51. - Ст.292.
5. О Национальной депозитарной системе и особенностях электронного обращения ценных бумаг в Украине: Закон Украины от 10 декабря 1997г. №710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. - 1998. - №15. - Ст.67.
6. Положение о порядке регистрации выпуска акций закрытых акционерных обществ, утвержденное решением ГКЦБФР от 11 июня 2002 года № 167 // Офіційний вісник України. - 2002. - № 29 (02.08.2002). - Ст. 1393.
7. 7. Положение о порядке увеличения (уменьшения) размера уставного фонда // Урядовий кур'єр . - 1998 (06, 18.06.98). -№ 114-115.
8. 8. Положение о порядке ведения реестров собственников именных ценных бумаг, утвержденное решением ГКЦБФР от 26 мая 1998 г. №60 // Українська інвестиційна газета. - 2003 (февраль). - №8.
9. Положение о депозитарной деятельности, утвержденное решением ГКЦБФР от 25 мая 1998 г. №61 // Українська інвестиційна газета. - 2002. - 11. - №45.
10. Положение о требованиях к сертификатам ценных бумаг, выпущенных в документарной форме, утвержденное решением ГКЦБФР от 31 июля 1998 г. №95 // Офіційний вісник України . - 1998. - № 33 (03.09.98). - Ст. 1264.
11. Требования к аудиторскому заключению, которое подается в ГКЦБФР при регистрации информации и выпуска ценных бумаг, а также при предоставлении регулярной информации открытыми акционерными обществами и предприятиями - эмитентами облигаций (кроме коммерческих банков): утверждены решением ГКЦБФР от 25 января 2001 г. №5 // Офіційний вісник України. - 2001. - №8 (09.03.2001). - Ст. 332.
12. Положение о порядке осуществления дополнительного выпуска акций в связи с проведением индексации основных фондов и увеличением уставного фонда открытых акционерных обществ, акции которых находятся в общегосударственной собственности, утвержденном Постановлением Кабинета Министров Украины от 20 июля 1996 года // Урядовий кур'єр. - 1996 (08, 15.08.96). - № 152 - 153.
13. Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. // Офіційний вісник України. - 2006. - №13. - Ст.875.
14. Советский энциклопедический словарь / Гл. ред. А.М.Прохоров. - 4-е изд.: Сов.энциклопедия, 1988. - 1600с.
15. Акционерное общество и общества с ограниченной ответственностью. - М.: БЕК, 1995. - 290 с.

Надійшла до редакції 17.03.2006р.