

ПРАВОВИЙ РЕЖИМ ВИПУСКУ ТА ОБІГУ ПРИВІЛЕЙОВАНИХ АКЦІЙ В УКРАЇНІ

Законодавство України, що регулює діяльність акціонерних товариств взагалі та випуск і обіг корпоративних цінних паперів – зокрема, не можна визнати досконалим. Слід визнати, що протягом останнього часу відбувся ряд значних подій, насамперед, набуття чинності Законом України «Про акціонерні товариства», наслідком чого стала докорінна зміна правового режиму функціонування корпоративного сектору в Україні. Беззаперечно, що введення в дію нового закону є значним кроком уперед порівняно з ситуацією, що існувала до цього, разом з тим слід визнати, що остаточно розв'язати всі проблеми в нормативно-правовому забезпеченні діяльності акціонерних товариств не вдалося. І багато в чому такий висновок можна зробити виходячи з аналізу змін у сфері регулювання випуску та обігу привілейованих акцій.

Ефективність будь-якого нормативно правового акта у сфері обігу цінних паперів слід визначати за рівнем розвитку відповідного сегменту фінансового ринку. З цього погляду, стан ринку привілейованих акцій в Україні вимагає детального аналізу та визначення відсутніх і неповноцінних компонентів, оскільки вітчизняні акціонерні товариства фактично не використовують цей вид фінансових інструментів у своїй емісійній діяльності. Поряд з цим, зарубіжний досвід свідчить, що розвиток привілейованих акцій можливий виключно у разі оптимального нормативно-правового забезпечення, яке враховує особливу правову природу цих цінних паперів. Насамперед, їхні характеристики як безстрокових фінансових інструментів, дивідендні виплати за якими здійснюються з чистого прибутку і не є зобов'язанням акціонерного товариства.

Питання правового регулювання випуску та обігу цінних паперів корпорацій, у т.ч., привілейованих акцій досліджувалося в роботах М. Берзона, О. Вінника, О. Кібенко, В. Кравчука, О. Мозгового, Б. Стеценка, В. Суторміної, Т. Шашихіної, О. Щербини та інших вітчизняних авторів. Разом з тим,

більшість вказаних робіт було опубліковано до введення законодавчих новацій, що, відповідно, вимагає переосмислення викладених у них положень та додаткової аргументації.

Отже, говорити про завершеність досліджень вказаного питання не варто – кількісні параметри вказаного сегменту фінансового ринку України засвідчують доцільність подальших розробок, спрямованих, насамперед, на створення оптимального правового режиму для випуску та обігу таких фінансових інструментів. Саме це і визначає мету даної статті та завдання, що розв'язуються в процесі її досягнення.

Отже зауважимо: що формування правових засад випуску та обігу привілейованих акцій в Україні відбувалося у два етапи:

- перший етап, що тривав з 1991 року по 2006 рік і визначався нормами Законів України «Про цінні папери та фондову біржу» та «Про господарські товариства»;

- другий етап, який розпочався з 2006 року з прийняттям Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», і остаточно вигляду нормативно-правової бази з питань випуску та обігу привілейованих акцій, що на-

**Сергій
Баранов-
Мохорт,**
к. юр. н.,
доцент кафедри
адміністративного,
фінансового
та господарського
права
Національного
технічного
університету
України
«Київський
політехнічний
інститут»

була з введенням у дію Закону України «Про акціонерні товариства».

Зазначимо, що однозначно говорити про переваги або недоліки нормативно-правової бази, сформованої на другому етапі (тобто, Законами України «Про цінні папери та фондовий ринок» і «Про акціонерні товариства») ще занадто рано – незначний часовий лаг та нерозвиненість цього сегменту ринку цінних паперів в Україні унеможливають напрацювання адекватних висновків. Разом з тим, певне порівняння, насамперед, у частині доданих і виправлення неповноцінних компонентів законодавства, що існувало до 2006 року, зробити можна.

Порівняльний аналіз норм вказаних законів наведено у табл. 1.

Виходячи з табл. 1, можна говорити про зміни наступного характеру щодо регулювання випуску та обігу привілейованих акцій в Україні:

Ш по-перше, збільшено максимальну межу випуску привілейованих акцій з 10 % статутного фонду до 25 % ста-

тутного капіталу. Зміст цієї норми полягає, насамперед, в обмеженні фінансових ризиків емітента цінних паперів. Хоча за своїм класичним змістом привілейовані акції є пайовими фінансовими інструментами, проте, окремі дослідники вважають, що завдяки існуванню певних превентивних механізмів, що змушують акціонерні товариства виплачувати дивіденди за привілейованими акціями, такі фінансові інструменти можна віднести до «квазіборгових» [10];

Ш по-друге, важливих змін зазнала норма про переважне право власників привілейованих акцій – зокрема, уточнено, що таке право виникає стосовно власників простих акцій;

Ш по-третє, суттєво змінено підхід до регулювання голосуючих прав власників привілейованих акцій: якщо до 2006 року така можливість існувала лиш у випадку фіксації відповідних норм у статуті, то зараз – і на рівні статуту, і на рівні Закону України «Про акціонерні товариства»;

Таблиця 1

Порівняльний аналіз законодавства з питань випуску та обігу привілейованих акцій в Україні

Характеристика привілейованих акцій	Закон України «Про цінні папери та фондову біржу»	Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» Закон України «Про акціонерні товариства»
Майнові права власника	Переважне право на одержання дивідендів, а також на пріоритетну участь у розподілі майна АТ у разі його ліквідації	Переважне, стосовно власників простих акцій, право на отримання частини прибутку АТ у вигляді дивідендів та на отримання частини майна товариства у разі ліквідації АТ.
Немайнові права власника	Власники не мають права брати участь в управлінні акціонерним товариством, якщо інше не передбачено його статутом	Права на участь в управлінні АТ у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення АТ
Виплата доходів	Можуть випускатися із фіксованим у % до номіналу виплачуваним дивідендом. Виплата дивідендів провадиться незалежно від розміру одержаного прибутку у відповідному році. У разі недостатності прибутку виплата дивідендів провадиться за рахунок резервного фонду	У разі відсутності або недостатності чистого прибутку звітного року та нерозподіленого прибутку минулих років виплата дивідендів за привілейованими акціями здійснюється за рахунок резервного капіталу товариства
Обмеження обсягів випуску	Не більше 10 % статутного фонду	Не більше 25 % статутного капіталу

Джерело: систематизовано автором за [6,7]

Ш по-четверте, фактично без змін залишилася норма, яка зобов'язує акціонерне товариство використовувати резервний капітал для виплати дивідендів за привілейованими акціями у разі відсутності або недостатності чистого прибутку.

Також акцентуємо увагу на нормах, зафіксованих в Законі України «Про акціонерні товариства». Насамперед, зазначимо, що головою новацією є встановлення на рівні закону випадків, у яких власник привілейованих акцій отримує право голосу. Зокрема, це наступні питання:

1. Припинення товариства, в процесі якого відбувається конвертація або обмін привілейованих акцій на інші цінні папери;

2. Внесення змін до статуту, які передбачають зміну обсягів прав власників привілейованих акцій;

3. Внесення змін до статуту, які передбачають емісію привілейованих акцій нового класу, що матимуть переважні права відносно виплати дивідендів та участі в ліквідації акціонерного товариства, або надання таких прав існуючим привілейованим акціям.

Окрім того, згаданим нормативно-правовим актом встановлено зміст та процедуру реалізації переважного права власників привілейованих акцій на придбання цінних паперів нової емісії у випадку, якщо такі фінансові інструменти надають перевагу стосовно випущених цінних паперів у сфері черговості виплати дивідендів та участі в ліквідації акціонерного товариства.

Для того, щоб оцінити вказані зміни з погляду перспектив розвитку вказаного сегменту ринку цінних паперів України, на нашу думку, доцільно охарактеризувати оптимальний правовий режим випуску та обігу привілейованих акцій. Схематично його головні компоненти виглядають наступним чином (Рис. 1).

Охарактеризуємо наповнення запропонованих у рис. 1 норм законодавства щодо випуску та обігу привілейованих акцій.

На наш погляд, найбільш важливим питанням є встановлення оптимальної схеми регулювання дотримання майнових прав власників привілейованих акцій, оскільки, економічна природа таких цінних паперів передбачає,

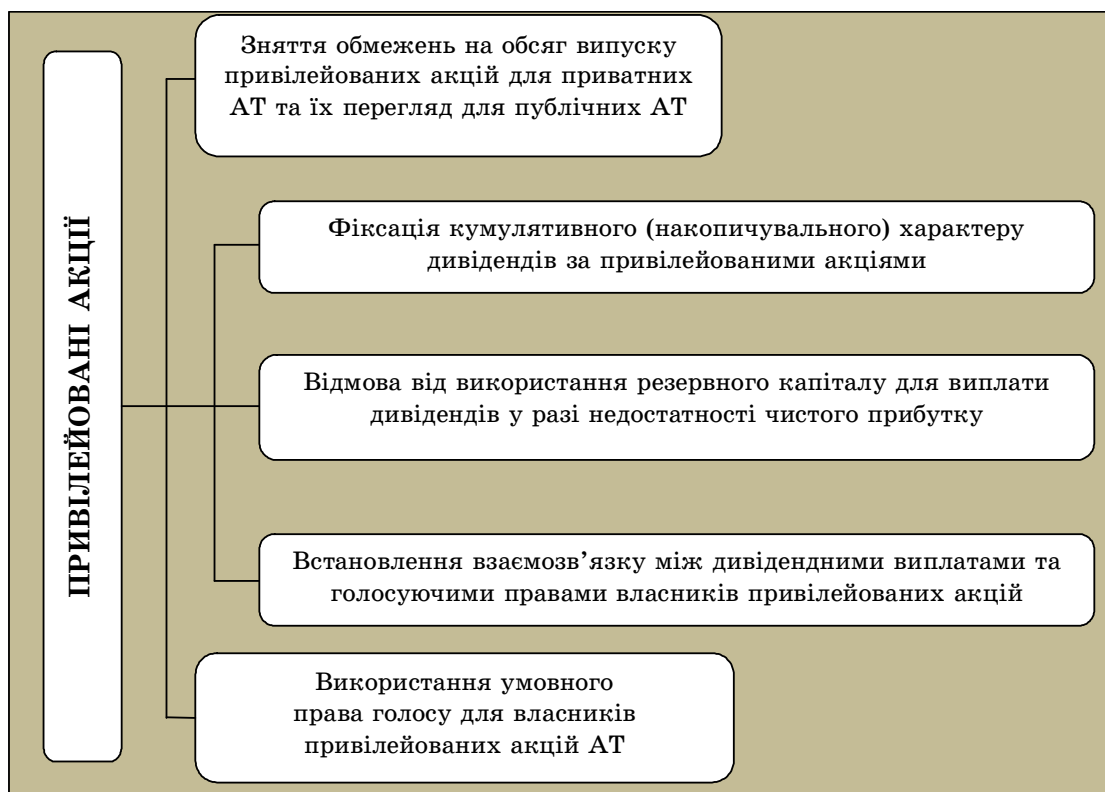


Рис. 1. Оптимальний правовий режим випуску та обігу привілейованих акцій

Джерело: систематизовано автором

що їх інвестиційна привабливість визначається багато в чому вищою ймовірністю отримання доходів у порівнянні з власниками простих акцій [3].

На даний час в українському законодавстві ця властивість привілейованих акцій забезпечується вимогою використання резервного капіталу для виплати дивідендів, якщо чистого прибутку для цього недостатньо. Також законодавством встановлюються обмеження на виплату дивідендів за простими акціями, якщо дивіденди за привілейованими акціями не виплачено в повному обсязі, та зафіксована можливість створення спеціального фонду, який буде використовуватися для виплати дивідендів за вказаним видом фінансових інструментів.

Реалізований механізм захисту майнових прав власників привілейованих акцій, на нашу думку, є неповноцінним з таких причин:

у рівень виплати дивідендів за простими акціями в Україні залишається протягом тривалого періоду на незадовільно низькому рівні. Частка підприємств, що виплачують дивіденди у загальній кількості, є невисокою і коливається в межах 10-16 %, високу волатильність має показник обсягів виплачених дивідендів, а стабільну дивідендну політику демонструють тільки ті акціонерні товариства, які належать до державного сектору економіки, адже саме для цієї групи підприємств встановлюються щорічні нормативи відрахування дивідендів до Державного бюджету України.

Відповідно, в таких умовах превентивний характер норми про залежність виплат за простими акціями та дивідендів за привілейованими акціями має низьку ефективність, оскільки вітчизняні акціонерні товариства не мають чітких мотивів для стабільної та прогнозованої дивідендної політики як щодо простих акцій так і щодо привілейованих.

у норма про необхідність використання резервного капіталу (якщо чи-

стого прибутку недостатньо) є доволі неоднозначною: з одного боку, вона гарантує виплати для власників цього типу акцій; з другого – є реальною перепорою з погляду фінансової політики емітента, оскільки порушує співвідношення між ризиком та доходністю фінансових інструментів. Фактично, вона прирівнює дивідендні виплати за привілейованими акціями до відсоткових виплат за борговими цінними паперами, проте, відсоткові платежі відносяться до витрат, тоді як дивіденди сплачуються з прибутку.

На нашу думку, вирішення цієї проблеми лежить в площині встановлення чіткого зв'язку між обсягом голосуючих (немайнових) прав власника привілейованих акцій та дотриманням його майнових прав щодо кількісних та якісних параметрів дивідендів (в окремих джерелах такий механізм отримав назву «умовного права голосу»).

Його зміст полягає в наступному: по-перше, голосуючі права власника привілейованих акцій виникають у випадку недотримання акціонерним товариством вимог стосовно дивідендних виплат (невиплата дивідендів, неповна виплата, порушення процедури виплати і т.п.); по-друге, законодавством чітко встановлюються випадки виникнення голосуючих прав акціонерів – власників привілейованих акцій та обсяг таких прав (питання, з яких виникає право голосу); по-третє, голосуючі права втрачаються, якщо перед акціонерами усі зобов'язання за дивідендами були виконані у повному обсязі.

На наш погляд, необхідно відмінити обмеження на максимальні обсяги випуску привілейованих акцій для приватних акціонерних товариств, оскільки вони не мають достатнього економічного обґрунтування з погляду обмеження фінансового ризику для усіх суб'єктів корпоративного управління. Приватне акціонерне товариство може здійснювати тільки приватне розміщення акцій, окрім того, існують обмеження на відчуження акцій такого акціонерно-

го товариства, відповідно, його співвласники мають можливість внести обґрунтоване рішення про випуск таких цінних паперів і відповідно, реалізувати власні права на їх придбання.

Неоднозначним є питання про кумулятивний характер виплати дивідендів – тобто накопичення невиплачених дивідендів за привілейованими акціями та їх виплату у разі, якщо розміру чистого прибутку для цього достатньо. На наш погляд, в умовах вітчизняної моделі корпоративного управління подібна норма матиме низьку ефективність, і не тільки не сприятиме розвитку цього сегменту ринку цінних паперів, а навіть навпаки – чинитиме деструктивний вплив. Окрім того, навіть зарубіжні дослідники визнають, що коли акціонерне товариство пропускає кілька виплат, акціонерам не варто розраховувати на дивіденди у майбутньому [10].

Таким чином, аналіз правового режиму випуску та обігу привілейованих акцій в Україні дає можливість зробити такі висновки:

1. Докорінна зміна нормативно-правової бази з прийняттям Законів України «Про цінні папери та фондовий ринок» та «Про акціонерні товариства» не вирішила кількох важливих проблем, пов'язаних з правовим режимом випуску та обігу привілейованих акцій в Україні.

2. Найбільш важливою та значущою перепорою на шляху до активізації цього сегменту вітчизняного ринку акцій є вимога стосовно використання резервного капіталу для виплати дивідендів за привілейованими акціями у разі недостатності чистого прибутку, що суттєво змінює пропорції між ризиком та доходністю для таких інструментів з позиції їх емітента.

3. Виходячи з зарубіжного досвіду, можна стверджувати, що повноцінний розвиток привілейованих акцій в Україні можливий виключно у випадку відміни описаної вище норми та використання превентивних ме-

ханізмів гарантування виплати доходів власникам привілейованих акцій: по-перше, кумулятивного характеру дивідендів; по-друге, умовного права голосу, яке виникає у випадку недотримання майнових прав акціонерів (насамперед, невиплати дивідендів).

Тільки реалізація наведених заходів дасть можливість розраховувати на відновлення інтересу до привілейованих акцій з боку емітентів та інвесторів, сприятиме розвитку цього сегменту ринку цінних паперів України, стане важливим кроком у оптимізації корпоративного права на вітчизняних теренах.

ЛІТЕРАТУРА

1. *Батлер, Уильям Э.* Корпорации и ценные бумаги по праву России и США: учеб. пособие / У. Э. Батлер, М. Е. Гаши-Батлер ; Институт им. Сэра Павла Виноградова. Университетский колледж Лондон. - М. : Зерцало, 1997. - 128 с.

2. *Берзон Н.И.* Акционерное общество: капитал, правовая база, управление: практ. пособие для экономистов и менеджеров / Н. И. Берзон, А. П. Ковалев. - М. : Финстатинформ, 1995. - 157 с.

3. *Вінник О.М.* Акціонерне право: навч. посіб. для вищих навч. закл. / О. М. Вінник, В. С. Щербина ; Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. - К. : Атіка, 2000. - 543 с.

4. Директива 2004/39/ЄС Європейського парламенту та ради від 21 квітня 2004 року про ринки фінансових інструментів. [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/3/6/1/direct.pdf>.

5. Європейське корпоративне право на етапі фундаментальної реформи: Перспективи використання європейського законодавчого досвіду у правовому полі України [Текст] / О. Р. Кібенко. - Х. : Страйд, 2005. - 432 с.

6. Закон України «Про акціонерні товариства» №524-6 від 17 вересня 2008 року. [Електронний ресурс] // Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://>

zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi. - Назва з екрана.

7. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV від 23 лютого 2006 року [Електронний ресурс]// Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. - Назва з екрана.

8. Корпоративне право ЄС [Текст]: навч. посібник / Т. В. Шашихіна [та ін.]; Програма Tacis Європейського Союзу в Україні, Проект «Правничі студії в Україні: Київ та окремі регіони». -

К.: ІМВ КНУ ім. Тараса Шевченка, 2004. - 170 с.

9. Корпоративне право України [Текст]: підручник / В. В. Луць [та ін.]; за заг. ред. В. В. Луця, д-ра юрид. наук, проф., акад. НАПрН України. - К.: Юрінком Інтер, 2010. - 379 с. - (Навчальний посібник). - Бібліогр.: с. 372-374.

10. Росс С., Основы корпоративных финансов/ [С. Росс та ін.]; Пер. с англ. — М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2000. — 720 с.

РІСНУ