

УДК 346:334.7 + 347.72.033

ЛІБЕРАЛІЗАЦІЯ НОРМ ЩОДО КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ У КОНТЕКСТІ ІННОВАЦІЙНОГО РОЗВИТКУ УКРАЇНИ

Ю.В. Хорт,

*канд. юрид. наук, ст. наук. співробітник НДІ
правового забезпечення інноваційного розвитку
НАПрН України, НУ «Юридична академія України
імені Ярослава Мудрого»*

Стаття присвячена аналізу норм щодо капіталу акціонерних товариств у контексті інноваційного розвитку України. Досліджується концепція статутного капіталу, закріплена в Законі України «Про акціонерні товариства». Доводиться, що вона не є ефективною для створення інноваційних компаній і використання ними акціонерного фінансування. Надається низка рекомендацій по лібералізації норм щодо капіталу акціонерних товариств.

Ключові слова: статутний капітал, акціонерне товариство, інноваційна компанія.

У середині 90-х років ХХ ст. світ увійшов в постіндустріальну еру свого розвитку, головною рисою якої є перехід до інноваційної моделі економіки. На сьогодні інновації – це не просто одне з явищ, що визначає економічне зростання, розвиток, структурні зрушення. Вони є суттю сучасного розвитку в усіх сферах економіки. Інновації становлять собою впроваджені у виробництво чи сферу послуг нововведення у формі об'єктів, технологій, продуктів, що виступають результатом наукових досліджень, винаходів і відкриттів, і якісно відрізняються від своїх аналогів чи взагалі не мають останніх.

Вагома роль у просуванні інновацій належить інноваційним компаніям. Проте в Україні вони не набули значного поширення, що пояснюється декількома причинами. Перешкодою на шляху їх створення є наявність адміністративних бар'єрів (у тому числі високі вимоги до мінімального розміру статутного капіталу АТ). Адаже фактично на початку їх діяльності, коли здійснюється розробка інноваційної продукції, кошти інноваційним компаніям можуть бути непотрібні. Однак при їх розвитку більшість із них відчуває недостатність фінансування. Оскільки процес створення наукоємної продукції інноваційними підприємствами є тривалим і високоризикованим, традиційні учасники фінансового ринку не готові забезпечувати інноваційний процес інвестиціями на прийнятних умовах і в необхідному обсязі. Тому на боргове фінансування, яке є досить коштовним, інноваційні компанії повністю покладатися не можуть.

Найбільш підходящою формою фінансування інноваційних підприємств на етапі їх становлення, що враховує специфіку їх ризиків і потенційну прибутковість, як вбачається, є зовнішні прями інвестиції в акціонерний капітал чи аналогічні їм інвестиції. Фінансування за допомогою залучення інвестиційних ресурсів шляхом емісії цінних паперів отримало назву «акціонерне фінансування».

Воно володіє низкою переваг як для АТ, так і для самих інвесторів: (1) *для АТ:* (а) при великому обсязі емісії низька ціна залучених коштів; (б) виплати за залучені кошти не мають безумовний характер, а виплачуються залежно від фінансових результатів АТ; (в) використання залучених інвестиційних ресурсів не обмежено строками; (г) часто залучені інвестори виступають для підприємств джерелами цінних експертних знань і ділових зв'язків, чим збільшують комерційний потенціал таких підприємств; (2) *для інвесторів:* (а) в обмін

на фінансування інвестори отримують частину акцій відповідної компанії, що дозволяє їм брати участь у всіх доходах від реалізації потенціалу росту підприємства, якщо такі доходи будуть отримані; (б) такі інвестори в акціонерний капітал набувають значні права контролю і здійснюють ґрунтовний моніторинг процесів, що дозволяє їм управляти ризиком зниження вартості своїх інвестицій; (в) ця форма інвестування є привабливою для інвесторів ще й тим, що дозволяє їм у будь-який час повернути свої інвестиції шляхом продажу акцій.

У світі все більше значення надається акціонерному фінансуванню. Нещодавні зміни, що відбулися в акціонерному законодавстві європейських країн як на рівні ЄС², так і безпосередньо у законодавстві держав-учасниць ЄС (Бельгії, Великобританії, Італії та ін.), свідчать про надання переваги саме фінансуванню за рахунок статутного капіталу перед кредитним.

Зі зростанням акціонерного фінансування, отже, зі зменшенням ролі боргового фінансування й самофінансування (що здійснюється за рахунок безповоротних вкладів самих учасників), правила щодо капіталу стають обтяжливими й економічно не вигідними. Головна критика дослідників цієї проблеми зосереджена навколо прокредиторської концепції «обов'язкового капіталу», характерної для країн континентальної системи права, яка закріплена у тому числі в Україні. Зокрема, науковцями вказується, що, по-перше, доктрина підтримання статутного капіталу базується на обов'язкових правилах, які є надто суворими [4, с. 227]; по-друге, вигода від таких правил, що стосується захисту кредиторів, є сумнівною, хоча їх витрати досить суттєві [8, с. 1167; 11, с. 931]. Усе це негативно впливає на ступінь заінтересованості інвесторів у фінансуванні акціонерної форми господарювання. А тому все гостріше постає питання про зміну концепції статутного капіталу, яка більше відповідала б сучасним ринковим умовам та потребам бізнесу.

Мета цієї статті – проаналізувати вимоги щодо статутного капіталу АТ, закріплені в українському законодавстві, шляхом аналізу кожного з його елементів стосовно їх ефективності для створення й розвитку інноваційних компаній.

Мінімальний розмір статутного капіталу АТ. Згідно з ч. 1 ст. 14 Закону України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р. № 514-VI [3] передбачається законодавче закріплення мінімального розміру статутного капіталу АТ – не менше 1250 мінімальних заробітних плат, виходячи із ставки мінімальної заробітної плати, діючої на момент його створення (реєстрації). Його основне призначення полягає в тому, що майно товариства, що відповідає статутному капіталу, буде використано ліквідатором переважно для задоволення претензій кредиторів, і тільки після повної сплати боргів АТ залишковий капітал буде розподілено між учасниками (акціонерами). Таким чином, статутний капітал стає своєрідним «буфером кредиторів», тобто служить гарантією, що зобов'язання перед ними будуть виконані [2, с. 101].

Однак установлення лише загального розміру мінімального капіталу не враховує різні рівні ризиків, які несуть різні товариства: він не має відношення ні до боргів, які товариство може взяти, ні до видів підприємницької діяльності, які воно може здійснювати. Дійсно, навряд чи статутний капітал у 1250 мінімальних заробітних плат забезпечить реальний захист кредиторів товариств, чиї зобов'язання вираховуються мільйонами доларів.

Іноді стверджується, що встановлення вимоги до мінімального розміру статутного капіталу зменшує ризик банкрутства товариств. Проте навряд чи з цим можна погодитись. Незалежно від обраної величини мінімального розміру статутного капіталу, останній не попереджує товариство від банкрутства як наслідку слабкого управління чи несприятливих умов ведення бізнесу. У такому випадку банкрутство може настати трохи пізніше. Підтвердженням вказаної точки зору є емпіричне дослідження, проведене серед бельгійських товариств, яке засвідчило, що коефіцієнт неплатоспроможності серед товариств з меншим мінімальним капіталом був нижче порівняно з висококапіталізованими [12, с. 46]. Відсутні докази й того, що у США, де відсутні вимоги до мінімального розміру статутного капіталу як

² Єврокомісією прийнято Директиву 2006/68/ЄС від 6 вересня 2006 р., якою вносяться зміни до Другої директиви Ради ЄС щодо створення публічних акціонерних товариств, підтримання та зміни їх капіталу [4].

публічних, так і закритих корпорацій, їх банкрутства є більш частішими, ніж у країнах ЄС, де такі вимоги передбачаються.

Один з аргументів на підтримку вимог до мінімального розміру статутного капіталу полягає в тому, що вони гарантують, що особи, які використовують корпоративну форму, матимуть хоча б певну суму власних коштів. Мета цих вимог – попереджувати фривольні інкорпорації. Це означає, що той, хто не зможе внести встановлений законом мінімальний капітал, не повинен засновувати товариство з обмеженням відповідальності всіх учасників. Але, як влучно зазначає О.Р. Кібенко, дуже легко зробити такий бар'єр занадто високим [1, с. 233]. Передбачені чинним законодавством України вимоги до мінімального розміру статутного капіталу є високими, що відповідно необґрунтовано звужує можливості використання організаційно-правової форми АТ для малого бізнесу. Особливо це стосується АТ сфери особистих та інтелектуальних послуг, щодо яких взагалі не доведено, що стартовий капітал є корисним [10, с. 1039].

На сьогодні у світі переважаючою є тенденція відмови від вимоги до мінімального розміру статутного капіталу. Якщо раніше це було характерним лише для країн англо-американської правової родини (Австралії, Канади, Нової Зеландії, США), то зараз – й для Японії, яка до недавнього часу мала корпоративне законодавство, сформоване під впливом німецького права. В ЄС приватні товариства теж можуть створюватися без капіталу (Великобританія, Франція). У найближчому майбутньому при запровадженні альтернативного режиму на рівні ЄС пропонується істотно спростити або навіть скасувати його також щодо публічних товариств.

Пропонуємо на законодавчому рівні відмовитися від обов'язкового встановлення мінімального розміру статутного капіталу як для публічних, так і приватних АТ. Але така зміна має здійснюватися в декілька етапів шляхом поступового зниження статутного капіталу аж до повного його скасування по мірі розвитку альтернативних механізмів захисту інтересів кредиторів. Це значно спростить можливість створення інноваційних компаній в організаційно-правовій формі акціонерного товариства.

Вклади до статутного капіталу АТ. Стаття 115 ЦКУ встановлює можливість оплати вкладів грошима, цінними паперами, іншими речами або майновими чи іншими відчужуваними правами, що мають грошову оцінку, якщо інше не встановлене законом. Аналогічні положення закріплені в ч. 1 ст. 86 ГКУ та в статтях 11 та 23 Закону України «Про акціонерні товариства». Як видно, можливість оплати статутного капіталу негрошовими засобами не повинна викликати сумнівів, оскільки вона є необхідною потребою сучасних ринкових відносин.

На захист прав акціонерів спрямовано досить великий перелік обмежень стосовно оплати акцій. Так, за ст. 12 Закону «Про обіг векселів в Україні» від 5 квітня 2001 р., № 2374-III, ч. 1 ст. 23 Закону України «Про акціонерні товариства» забороняється використовувати векселі як внесок до статутного капіталу товариства. Для формування статутного капіталу забороняється також використовувати бюджетні кошти, а також одержані в кредит та під заставу (ч. 3 ст. 86 ГКУ).

Не може здійснюватися оплата цінних паперів інвестором шляхом взяття на себе зобов'язань по виконанню для товариства робіт або наданню послуг (абз. 2 ч. 1 ст. 23 Закону України «Про акціонерні товариства»). Ця норма має за мету гарантувати насамперед оплату вартості акцій. Виконання послуг завжди залежатиме від певних обставин – як об'єктивних, так і суб'єктивних, тому воно містить у собі ризик, що вартість акцій не відповідатиме вартості чистих активів товариства. У той же час така норма перешкоджає розвитку інноваційних високотехнологічних товариств, яким велика грошова сума на початку їх діяльності не потрібна. Ось чому слід дозволити оплату акцій роботами чи послугами, якщо ризик їх невиконання покривається вимогою до акціонера надати гарантію чи страховий поліс, що охоплює відсутність виконання робіт чи послуг.

Строки внесення вкладів. Чинним законодавством України передбачається повна оплата акцій під час як створення АТ, так і збільшення його статутного капіталу шляхом додатко-

вої емісії акцій. Відповідно до ч. 3 ст. 11 Закону України «Про акціонерні товариства» кожний засновник АТ повинен оплатити повну вартість придбаних акцій до дати затвердження результатів розміщення першого випуску акцій. Що ж стосується оплати акцій при збільшенні статутного капіталу чи при емісії АТ інших цінних паперів, тут закріплені аналогічні норми, як і при створенні АТ (ч. 2 ст. 23 Закону України «Про акціонерні товариства», п. 2.13, п. 3 гл. 4 розд. II Положення про порядок реєстрації випуску акцій, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 26 квітня 2007 р., № 942)

Закріплення таких суворих вимог, що передбачають повну оплату розміщених акцій до моменту затвердження результатів їх розміщення, ймовірно, пояснюються тим, що вони сприяють захисту інтересів кредиторів та утвердженню принципу рівності серед акціонерів. Однак для захисту інтересів кредиторів існують кращі механізми. Що ж до принципу рівності серед акціонерів, то, на нашу думку, їм самим належить вирішувати чи слід швидко зібрати кошти, чи (якщо вони їм непотрібні найближчим часом) акціонери матимуть можливість розстрочити внесення вкладів до статутного капіталу на більш тривалий строк. Така сувора законодавча модель щодо внесення вкладів не є гнучкою і звужує коло інвесторів, яких можна залучити, зокрема, якщо товариству непотрібна вся сума коштів, що вносяться до статутного капіталу. Вважаємо, що цю модель треба спростити.

Якщо порівняти українське законодавство з європейським, то в Другій директиві ЄС про капітал передбачається, що первісний внесок акціонера до статутного капіталу АТ має становити не менше 25%. Відповідні положення цієї Директиви введені й у національне законодавство держав-учасників ЄС. У Великобританії, Німеччині, Франції щодо публічних компаній він становить 25%, у Франції – 50%. О.Р. Кібенко пропонує зменшити частку статутного капіталу, яка повинна бути сплачена до державної реєстрації товариства до 25% (за аналогією з європейським законодавством). На наше переконання, є сенс повністю із цим погодитись. Більше того, сплата вказаного внеску могла б бути замінена наданням акціонером товариству гарантії, заставної чи страхового полісу, які в такий спосіб будуть гарантувати виконання його обов'язку.

Що ж стосується строків оплати акцій у грошовій формі, то Другою директивою ЄС про капітал вони взагалі не встановлюються, а для внесення вкладів у негрошовій формі встановлено максимальний строк – 5 років. Відповідні положення цієї Директиви введені й у національне законодавство держав-учасниць ЄС. О.Р. Кібенко пропонує запровадити такий підхід і в українському законодавстві, поєднавши його з правом товариства в будь-який момент висувати до учасників вимогу про внесення несплаченої частки [1, с. 235]. У цілому ми погоджуємося з такою пропозицією вдосконалення корпоративного законодавства, але вважаємо за доцільне також законодавчо передбачити строк попередження акціонера про внесення несплаченої частки й орган АТ, який має на це право.

Оцінка негрошових вкладів. Прийнятий Закон України «Про акціонерні товариства» запровадив принцип обов'язкової оцінки негрошових вкладів, що вносяться до статутного капіталу, незалежним експертом (як під час створення АТ, так і наступного розміщення акцій (ч. 2 ст. 11, ч. 3 ст. 23 Закону)).

Основна мета такої законодавчої вимоги – не допустити виникнення товариств з фіктивним («дутим») капіталом, коли вартість майна, внесеного як вклади, штучно підвищується або занижується. Експертний порядок оцінки негрошових вкладів, що вносяться до статутного капіталу АТ, дозволяє уникнути зазначених зловживань, що безумовно є важливою гарантією захисту інтересів акціонерів.

Водночас витрати на проведення експертної оцінки не повинні покладатися непосильним тягарем на товариство. Ця проблема постає особливо гостро для інноваційних компаній, статутний капітал яких майже повністю формується з об'єктів інтелектуальної власності. Тому необхідні винятки із загального правила щодо обов'язкової оцінки вкладів незалежним експертом. Приміром, якщо величина вкладу, що вноситься до статутного капіталу АТ,

є незначною, вона могла б оцінюватись і самими учасниками товариства без залучення оцінювача. Статтею L 223-9 Комерційного кодексу Франції передбачається, що в приватних товариствах майбутні його учасники можуть одностайно вирішити, що залучення аудитора не є обов'язковим, якщо жоден із вкладів не перевищує 7500 євро і якщо загальна вартість усіх вкладів, що не підлягають оцінці аудитором, не перевищує половини капіталу. Однак, якщо оцінювач не призначався чи коли вказана вартість відрізняється від, запропонованої оцінювачем, то щодо третіх осіб учасники несуть солідарну відповідальність за вартість внесків у натурі, встановлену ними в момент заснування товариства. Вважаємо, що подібну норму слід включити і в українське законодавство.

Окремо варто розглянути питання оцінки негрошових вкладів, що вносяться до статутного капіталу АТ за Другою директивою Ради ЄС про капітал. Спочатку ця Директива закріплювала, щоб усі вклади, що вносяться в негрошовій формі при створенні товариства і збільшенні його статутного капіталу, повинні підлягати оцінці незалежним експертом, який призначається або затверджується адміністративним чи судовим органом.

Другою директивою Ради ЄС про капітал також встановлені вимоги до звіту експертів, який обов'язково має містити опис кожного з активів, за рахунок якого проводиться оплата акцій, опис використовуваних методів оцінки, й зазначити, чи відповідає вартість, визначена із застосуванням таких методів оцінки, кількості й номінальній вартості випущених акцій або (за відсутності номінальної) обліковій, а за потреби – емісійному доходу випущених акцій. При цьому встановлюються вимоги оприлюднення звіту експертів, що повинен здійснюватися в порядку, встановленому ст. 3 Першої директиви ЄС 1968 р.

У 2006 р. до Другої директиви ЄС було внесено зміни, що дозволяють державам-учасникам ЄС відмовитися від вимоги експертної оцінки, якщо вона не додає значної вартості. При цьому згадуються 3 випадки, що стосуються:

(а) оцінки цінних паперів, що є в обігу на одному чи більше організованих ринках і вносяться як вклад у негрошовій формі до статутного капіталу АТ. У цьому випадку їх вартість оцінюється за середньою зваженою ціною, за якою вони торгувалися на цих ринках протягом достатнього періоду, визначеному національним правом, що передуює даті розгляду відповідної оплати в негрошовій формі. Як правило, такий період становить 20–30 торгових днів до укладення угоди. Якщо ж ця ціна була викликана винятковими обставинами, що значно змінили вартість майна на дату його розгляду, належить здійснити переоцінку за ініціативою й під відповідальність виконавчого чи іншого органу управління;

(б) майна, яке вже підлягало оцінці незалежним експертом протягом останніх 6–ти місяців відповідно до загальноприйнятих стандартів оцінки і принципів, застосовуваних до виду активів, що вносяться. При виникненні нових кваліфікуючих обставин, що значно змінили б справедливую вартість майна на дату внесення його як вкладу, теж має бути виконана переоцінка. За її відсутності один чи більше акціонерів, які в сукупності володіють принаймні 5% підписаного капіталу товариства на дату прийняття рішення про збільшення капіталу, можуть вимагати оцінки незалежним експертом. Такий акціонер (акціонери) може пред'явити вимогу до дати, що передуює внесенню активу;

(в) майна, оцінка якого отримана за даними бухгалтерського обліку, достовірність яких була перевірена аудитором.

Також передбачається, якщо вклад у негрошовій формі, як уже згадувалося, вноситься без звіту експерта, то протягом одного місяця після його внесення має бути опублікована декларація, яка містить: опис вкладу в негрошовій формі при випуску; його вартість, джерело цієї оцінки та її метод; заяву про те, що ця вартість відповідає кількості акцій та їх номінальній вартості, а за відсутності номінальної – обліковій вартості, а якщо необхідно – премії за акціями (вище номінальної вартості), випущеними за таку компенсацію; заяву, що немає нових кваліфікуючих обставин щодо здійсненої первісної оцінки³.

³ Пункт 2 ст. 1 Директиви Ради ЄС 2006 р., якою вносяться зміни до Другої директиви ЄС щодо створення акціонерних товариств, підтримання та зміни їх капіталу, з метою забезпечення рівності таких гарантій.

Вважаємо, що в законодавстві України необхідно передбачити випадки, коли АТ звільняється від залучення експерта для оцінки майна (за аналогією з Другою директивою Ради ЄС про капітал).

Виключна компетенція загальних зборів акціонерів приймати важливі рішення щодо діяльності АТ. Постійний науковий інтерес викликає питання про співвідношення значення загальних зборів акціонерів і виконавчого органу (наглядової ради) в системі органів управління АТ. В англо-американському праві панує постійне прагнення до посилення ролі ради директорів АТ. Деяку іншу картину можна спостерігати при аналізі норм чинного українського законодавства, яким передбачається, що всі стратегічні рішення щодо діяльності АТ приймаються загальними зборами й належать до їх виключної компетенції. Зокрема, це стосується прийняття рішень, у результаті яких може змінюватися частка акціонера у статутному капіталі АТ, а значить і їх контрольні повноваження. Так, відповідно до пунктів 6–8, 13 ч. 2 ст. 33 Закону України «Про акціонерні товариства» до виключної компетенції загальних зборів належать прийняття рішень щодо збільшення (зменшення) статутного капіталу, дроблення або консолідації акцій, викупу товариством власних акцій. Зазначені повноваження не можуть бути передані іншим органам управління АТ.

Однак ця модель корпоративного управління, коли рішення щодо збільшення статутного капіталу, викупу акцій приймаються загальними зборами є негнучкою. Процедура скликання загальних зборів з великою кількістю акціонерів – досить витратна і довготривала процедура, яка перешкоджає укладенню економічно вигідних для товариства правочинів, у разі коли АТ має швидко реагувати на зміни, що відбуваються на ринку. У першу чергу це стосується процедури викупу товариством власних акцій. До того ж виникають певні труднощі з використанням додаткової емісії акцій як способу фінансування АТ. Адже плата за отримання коштів через боргові інструменти (кредити банків, випуск облігацій АТ) є надто великою.

На сьогодні роль загальних зборів акціонерів поступово знижується. Спостерігається зниження інтересу більшості міноритарних акціонерів до участі в роботі загальних зборів. Виконавчий орган (наглядова рада) вирішує більшість найбільш важливих питань, які лише формально затверджуються на загальних зборах акціонерів.

Тому вкрай важливим постає питання про перегляд співвідношення компетенції загальних зборів та інших органів управління АТ. У певних випадках було б доцільним наділити загальні збори правом делегувати свої повноваження виконавчому органу управління, зокрема, при збільшенні статутного капіталу АТ і при викупі ним власних акцій.

Обмеження переважних прав на придбання акцій додаткової емісії. Основна мета закріплення переважного права акціонерів на придбання акцій додаткової емісії – захист їх прав власності від розмивання належних їм пакетів акцій. У разі закріплення такого права за акціонерами вони набувають переважне право на придбання акцій додаткової емісії пропорційно до їх частки у статутному капіталі товариства. Із введенням Закону України «Про акціонерні товариства» переважне право акціонерів на придбання акцій діє лише в процесі приватного розміщення акцій і надається обов'язково лише власникам простих акцій. Переважне право надається акціонеру - власнику привілейованих акцій, якщо це передбачено статутом АТ (абз. 2, ч. 3 ст.15; ч. 2 ст. 27 Закону). Зазначені положення свідчать про скасування переважних прав при здійсненні публічної підписки на акції. Це право може бути встановлено в таких АТ, якщо воно передбачено його статутом.

Скасування чи обмеження переважних прав на придбання акцій, як правило, пояснюється тим, що за умови розміщення акцій за ринковою вартістю, акціонери вже мають достатній рівень захисту (ч. 1 ст. 22 вказаного Закону). Існування жорсткої вимоги щодо переважних прав на придбання акцій може перешкоджати залученню стратегічних інвесторів.

Безумовно, переважні права акціонерів на придбання акцій підлягають обмеженню за певних умов, однак не можемо погодитися із позицією законодавця щодо їх скасування при здійсненні публічної підписки на акції.

На сьогодні скасування переважних прав акціонерів закріплено в законодавстві Канади та США. Що ж до країн ЄС, то в ч. 4 ст. 29 Другої директиви ЄС про капітал передбачена можливість незастосування переважних прав на придбання акцій додаткового випуску, а не їх скасування.

За Другою директивою ЄС воно підпорядковано низці умов. По-перше, таке рішення належить ухвалювати лише корпоративною більшістю як мінімум двома третинами голосів, які надаються цінними паперами чи підписним капіталом, представленим на загальних зборах. При цьому зазначається, що право переважної купівлі акцій не може бути обмежено чи скасовано статутами чи іншими установчими документами. По-друге, на виконавчий орган чи інший орган управління покладається обов'язок подати загальним зборам письмовий звіт, що містить пояснення причин обмеження чи скасування переважного права на придбання акцій та обґрунтування запропонованої ціни випуску акцій.

У Великобританії також розроблені Принципи незастосування переважних прав (на сьогодні вони діють у редакції 2006 р.), які поширюються на компанії, акції яких перебувають у лістингу на Лондонській фондовій біржі. У цьому документі наводяться наступні міркування, за яких можуть не застосовуватися переважні права при додатковому випуску акцій: (1) посилення бізнесу (акціонери повинні отримати чітке пояснення цілей збільшення капіталу й прибутків, які вони отримують, наприклад, змогу використовувати нові комерційні можливості, не збільшуючи при цьому витрат на нове фінансування, або як запропоноване фінансування вплине на життєвий цикл і фінансові потреби компанії); (2) розмір, стадія розвитку компанії й сектор, в якому вона функціонує (випуск акцій з переважними правами є більш вигідним для крупних компаній, але вони можуть бути шкідливими для компаній на більш ранніх стадіях їх розвитку й у високотехнологічних галузях виробництва); (3) рівень розмивання вартості й контролю для існуючих акціонерів; (4) фінансові можливості компанії (чи існують у неї інші механізми фінансування, чому випуск акцій без переважних прав є найкращим); (5) непередбачувані плани (директори повинні пояснити, як вплине відмова від незастосування переважних прав на діяльність компанії в майбутньому) та ін. [7, с. 3].

На сьогодні рекомендувати запровадження підходу щодо переважних прав, передбаченого законодавством США, навряд чи доцільно. У першу чергу слід вказати на різну структуру власності й характер інвестування у США, країнах ЄС і в Україні. Якщо перша спрямована на короткострокове інвестування та швидке отримання прибутку, то в Європі відносини між інвестором і товариством мають довготривалий характер. Тому інвестори країн ЄС намагатимуться інвестувати в капітал того товариства, в якому вони будуть мати переважні права на придбання акцій при їх додатковій емісії. Також при низьких витратах на випуск акцій без переважних прав можуть спостерігатися певні збитки від знецінення такого випуску акцій. Крім того, фондовий ринок країн ЄС (а тим більше України) є менш розвиненим порівняно зі США і тому на цьому етапі його розвитку відмовлятися від переважних прав не слід.

Вважаємо, що до Закону України «Про акціонерні товариства» слід внести зміни, які передбачають, що переважне право акціонерів на придбання акцій, що додатково розміщуються товариством, діє у процесі як приватного, так і публічного розміщення акцій. Також законодавчо мають бути встановлені випадки, за яких зазначене право підлягає обмеженню (за аналогією з європейським законодавством).

Викуп товариством власних акцій. Викуп акцій є важливим інструментом самоінвестування АТ: воно може викупати власні акції, коли ціна на них є низькою, а потім їх перепродувати за більш високою, різниця становить прибуток товариства.

Відповідно до ч. 3 ст. 67 Закону України «Про акціонерні товариства» АТ не має права приймати рішення, яке передбачає викуп власних акцій без їх анулювання, якщо після викупу частка акцій товариства, що перебувають в обігу, стане менше ніж 80 % статутного капіталу. Другою директивою Ради ЄС про капітал (до внесення змін у 2006 р.) також не дозволялося викуповувати власні акції кількістю понад 10%. Однак після внесення зазначених змін

питання щодо обсягу акцій, які можуть бути придбані товариством, належить до компетенції законодавців держав-учасниць ЄС, тобто ці обмеження не є обов'язковими⁴. Скасування цієї норми пояснюється тим, що за умови розвитку фондового ринку вказані обмеження є економічно не вигідними, бо вони перешкоджають самоінвестуванню товариства. Що ж стосується держав англо-американської системи права, то в їх законодавстві теж не міститься жодних обмежень щодо обсягу акцій, які можуть бути придбані товариством. Вважаємо, в Україні обмеження щодо кількості акцій, які можуть бути придбані товариством, повинні бути розширені до 40%, але з розвитком фондового ринку їх необхідно поступово скасовувати.

Строк, протягом якого викуплені товариством акції повинні бути реалізовані або анульовані, залишився незмінним у новому Законі. Він має становити – не більше одного року з моменту їх викупу (ч. 3 ст. 66 Закону України «Про акціонерні товариства»). Європейське законодавство встановлює більш тривалий строк для реалізації, придбаних акцій – 3 роки (ч. 2 ст. 20 Другої директиви Ради ЄС про капітал). Доцільно було б розширити строк володіння товариством власними акціями й українському законодавцеві й закріпити чітку відповідальність АТ за порушення вказаного обов'язку.

З нашого погляду, є позитивним закріплення в абз. 3 ч. 3 ст. 66 Закону України «Про акціонерні товариства» положення, яке передбачає, що ціна акцій, які викуповуються товариством, не може бути меншою за ринкову вартість, яка визначається відповідно до ст. 8 Закону. Крім того, ним закріплюється порядок визначення ринкової ціни на акції, яка різниться залежно від того перебувають вони в обігу на фондових біржах чи ні. На захист інтересів акціонерів спрямоване й положення, яке передбачає, що викуп акцій має здійснюватися виключно у грошовій формі.

Однак з лібералізацією викупу товариством власних акцій постає проблема зловживань – можливого їх використання для здійснення маніпуляцій ціною акцій. Із цією метою на рівні ЄС було прийнято Директиву 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку (зловживання на ринку) [5]. Доцільно було б і в Україні прийняти подібні нормативні акти, адже існуючого регулювання для захисту інтересів акціонерів явно недостатньо.

Заборона фінансової допомоги на придбання акцій АТ третіми особами. У ч. 5 ст. 23 Закону України «Про акціонерні товариства» зазначається: «АТ не може надавати позику для придбання його цінних паперів або поруку за позиками, наданими третьою особою для придбання його акцій». Основна мета такої заборони – забезпечення принципу рівності акціонерів і захист кредиторів від зменшення активів компанії. Однак компанія, яка позичає кошти особі для придбання її акцій, просто змінює форму її активів, і якщо боржник зможе виплатити позику, капітал компанії залишається неушкодженим.

Заборона на надання фінансової допомоги може перешкоджати укладенню економічно вигідних для товариства правочинів [13, с. 20–21; 8, с. 1197–1198; 11, с. 945; 9, с. 93]. Адже АТ отримує відсотки за її надання, а також це надає можливість залучити до участі у ньому вигідного інвестора. Тому подібно іншим елементам доктрини підтримання капіталу, які тривалий час розглядалися як важливі, а з часом виявили свою неефективність, пропонується скасувати заборону на надання фінансової допомоги або хоча б істотно її лібералізувати.

Останнім часом названі погляди на цю проблему почали одержувати підтримку законодавців. Так, доктрина незаконної фінансової допомоги вже не має прямого еквіваленту в корпоративному праві США. На фінансову допомогу на придбання акцій корпорації поширюються загальні обмеження, встановлені для всіх виплат акціонерам. У Канаді заборона на надання фінансової допомоги на придбання акцій була повністю скасована у 2001 р. шляхом внесення відповідних змін до Закону Канади «Про підприємницькі корпорації». У Законі Нової Зеландії «Про компанії» (1993 р.) вона набула істотного спрощення. В Австралії

⁴ Пункт 4 ст. 1 Директиви Ради ЄС 2006 р., якою вносяться зміни до Другої директиви ЄС відносно створення акціонерних товариств, підтримання та зміни їх капіталу, з метою забезпечення рівності таких гарантій.

фінансова допомога дозволяється за певних умов. У країнах ЄС така заборона послаблена стосовно приватних компаній (у Великобританії вона скасована, у Франції й Німеччині про неї чітко не згадується, у Бельгії та Італії дозволяється за певних умов), а щодо публічних компаній після внесення змін до ч. 1 ст. 23 Другої директиви у 2006 р. вона набула суттєвого спрощення.

Що стосується рекомендацій правового регулювання фінансової допомоги в Україні, вважаємо, що слід дозволити її надання за умови дотримання обмежувальної процедури. На сьогодні було б небажано повністю забороняти її надання для придбання акцій товариства, оскільки це перешкоджало б укладенню вигідних правочинів; не слід повністю відмовлятися від контролю за наданням фінансової допомоги через загрозу можливих зловживань.

Таким чином, прокредиторська концепція «обов'язкового» статутного капіталу, закріплена в акціонерному законодавстві України, містить багато обмежень, що перешкоджають створенню інноваційних компаній в організаційно-правовій формі АТ, а також використанню акціонерної форми фінансування й самофінансування (що здійснюється шляхом укладення правочинів, пов'язаних з викупом товариством власних акцій і наданням фінансової допомоги на придбання акцій товариства). У зв'язку із цим пропонуємо лібералізувати норми щодо капіталу АТ, зокрема: скасувати вимогу щодо мінімального розміру статутного капіталу АТ; дозволити оплату акцій роботами або послугами за певних умов; розширити строки оплати акцій як під час створення, так і наступного розміщення акцій; визначити випадки, коли АТ звільняється від залучення експерта для оцінки вкладів у негрошовій формі; передбачити можливість делегування загальними зборами своїх повноважень виконавчому органу управління при збільшенні статутного капіталу АТ і при викупі ним власних акцій; установити обмеження переважних прав на придбання акцій додаткової емісії за певних умов; збільшити обсяг акцій, які можуть бути придбані товариством, а також строк володіння ними; дозволити надання фінансової допомоги на придбання акцій додаткової емісії за певних умов.

ЛІТЕРАТУРА

Кібенко О. Р. Європейське корпоративне право на етапі фундаментальної реформи: перспективи використання європейського законодавчого досвіду у правовому полі України. – Х.: Страйд, 2005. – 432 с.

Кібенко О. Р., Пендак Сарбах А.В. Право товариств (company law): порівняльно-правовий аналіз *acquis* Європейського Союзу та законодавства України. – Упоряд. Г. Друзенко; за наук. ред. О. Кібенко. – К.: Юстініан, 2006. – 496 с.

Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 р., № 514-VI // Офіц. вісн. України. – 2008. – № 81. – Ст. 2727.

Cheffins B. *Company Law: Theory, Structure and Operation*. – Oxford University Press, 1997. – 727 p.

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) // Official Journal of the European Union. – L 96 (12.4.2003). – P. 16.

Directive 2006/68/EC of the European Parliament and of the Council of 6 September 2006 amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital // Official Journal of the European Union. – L 264/32 of 25.09.2006.

Disapplying Pre-emption Rights. A Statement of Principles, May 2006. – 6 p. // Pre-Emption Group [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.pre-emptiongroup.org.uk/documents/pdf/DisapplyingPre-EmptionRightsStatementofPrinciples.pdf>.

Enriques L., Macey J. Creditors Versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules // Cornell Law Review. – 2001. – No. 86. – P.1165–1204.

Ferran E. Simplification of European Company Law on Financial Assistance // European Business Organization Law Review. – 2005. – Vol. 6. – Issue 1. – P. 93–99.

Simon J. A Comparative Approach to Capital Maintenance: France // European Business Law Review. – 2004 (Sep/Oct). – Vol. 15. – Issue 5. – P. 1037–1044.

Reforming Capital. Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance / edited by Jonathan Rickford // European Business Law Review. – 2004. – Vol. 15. – Issue 4. – P. 919–1027.

Wymeersch E. Current Company Law Reform Initiatives in the OECD Countries – Challenges and Opportunities // Social Science Research Network [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=273869>.

Wymeersch E. Reforming the Second Company Law Directive. – Working Paper 2006–15. – 26 p. // Social Science Research Network [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://papers.ssrn.com/abstract=957981>.

ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ НОРМ О КАПИТАЛЕ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ В КОНТЕКСТЕ ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ УКРАИНЫ

Хорт Ю.В.

Статья посвящена анализу норм о капитале акционерных обществ в контексте инновационного развития Украины. Исследуется концепция уставного капитала, закрепленная в Законе Украины «Об акционерных обществах». Доказывается, что она не является эффективной для создания инновационных компаний и использования ими акционерного финансирования. Предоставляется ряд рекомендаций по либерализации норм о капитале акционерных обществ.

Ключевые слова: уставной капитал, акционерное общество, инновационная компания.

LIBERALIZATION OF JOINT-STOCK COMPANIES SHARE CAPITAL RULES IN THE CONTEXT OF INNOVATIVE DEVELOPMENT OF UKRAINE

Khort Iu.

The article is devoted to the research of joint-stock companies share capital rules in the context of innovative development of Ukraine. The conception of share capital, fixed in the Law of Ukraine “On joint-stock companies”, have been analyzed by the author. It is proved in the article that it is not effective for creation of innovative companies and use of share financing. A range of recommendations as to liberalization of joint-stock companies share capital rules has been given by the author.

Key words: share capital, joint-stock company, innovative company.