

ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ЕМІСІЇ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Кабанов В.Г., кандидат економічних наук

В статті розглянуті особливості українського ринку цінних паперів на основі законодавства. Проаналізовані відмінності старого закону від нового. Розкривається найголовніший напрямок вдосконалення емісії цінних паперів. Висвітлені позитивні та негативні сторони закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

In clause features of the Ukrainian securities market on the basis of the legislation are considered. Distinctions of the old law from new are analysed. The most important direction improvement of issue of securities is described. The positive and negative parties of the law of Ukraine " About securities and the share market " are described.

Постановка проблеми. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» не відповідає сучасному європейському законодавству про фінансові ринки, зокрема ринки фінансових інструментів. Регулятор і учасники ринку на практиці будуть адаптувати свою діяльність до європейських ринкових норм та правил.

Основною метою Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» є вдосконалення базового законодавства про цінні папери враховуючи тенденції розвитку міжнародних фондових ринків та з урахуванням досвіду функціонування вітчизняного фондового ринку задля формування в Україні прозорого, надійного та ліквідного ринку цінних паперів.

Визначення фондового ринку містить пряме посилання на учасників ринку цінних паперів, до яких законом віднесено емітентів, інвесторів, саморегульовані організації та професійних учасників фондового ринку.

Так, вперше законом поділено всі цінні папери на дві великі групи – емісійні цінні папери та неемісійні цінні папери.

Емісійні папери у відповідності Законодавства характеризуються одночасно наступними ознаками:

- закріплюють сукупність майнових і немайнових прав, що підлягають посвідченню, переуступці й безумовному виконанню з дотриманням установлених законом форм і порядку;
- розміщуються випусками;
- мають рівні обсяг і строки здійснення прав усередині одного випуску незалежно від часу придбання цінного паперу.

Емісійні цінні папери завжди розміщуються випусками, рішення про розміщення яких приймається вповноваженим органом емітента, і саме рішення цього органа визначає обсяг надаваних власникам цінних паперів прав. Обов'язковою ознакою емісійних цінних паперів є те, що усередині одного випуску всі папери надають своїм власникам однаковий обсяг прав і мають однакові строки здійснення цих прав. Оскільки емісійні цінні папери розміщуються, як правило, серед досить широкого кола інвесторів, їхній випуск підлягає обов'язковій державній реєстрації в спеціальних уповноважених органах, і тільки після цього емітент здобуває право відчужувати цінні папери. Для неемісійних цінних паперів ці ознаки не характерні, тому що рішення про випуск не має правостановлюючого значення, і вони не підлягають державній реєстрації, оскільки немає необхідності в спеціальній регламентації й контролі з боку держави.

Постановка задачі. Метою дослідження даної проблеми був аналіз державного регулювання ринку цінних паперів на основі нового закону.

Результати. Говорити про зародження ринку цінних паперів можна з 1991 року. Саме тоді було прийнято Закон України "Про цінні папери та фондову біржу" яким, протягом наступних п'ятнадцяти років, регулювався ринок цінних паперів, і яким саме було дано початок розвитку ринку цінних паперів в Україні.

Хоча базовий закон, який в загальних рисах регулював порядок випуску та обігу цінних паперів був прийнятий в дев'яностих роках, такий інструмент залучення капіталу, як емісія цінних

паперів, був далеко не популярний. За період дев'яностих років лєвова частка емісії цінних паперів припадала на емісії акцій під час проведення приватизації державних підприємств, які в значній своїй частині приватизувались шляхом корпоратизації, тобто шляхом перетворення державних підприємств в акціонерні товариства, акції якого належали державі, з подальшим продажем державних пакетів акцій.

Суттєвою відмінністю нового закону про цінні папери є розмежування емісії цінних паперів на публічне та приватне розміщення. До цього часу в законодавстві України існувала лише відкрита та закрита підписана акції відповідно відкритого та закритого акціонерного товариства.

Після прийняття Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» по-перше порядок розміщення акцій вже не залежить від виду акціонерного товариства, а по-друге, відкритому або закритому розміщення також підлягають інші емісійні цінні папери (наприклад облігації).

Важливим є відсутність обмеження кількісного складу осіб серед яких має бути здійснено публічне або приватне розміщення цінних паперів. Емітент може здійснювати публічне розміщення цінних паперів, а їх може придбати, наприклад, п'ять осіб. Але, якщо пропозиція щодо придбання таких цінних паперів була завершена до невизначеного кола осіб, то таке розміщення відповідає вимогам Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визнається приватним.

І навпаки, якщо емітент здійснює приватне розміщення цінних паперів, і такі цінні папери придбає, наприклад 150 осіб, та за умови, що емітент заздалегідь визначив це коло осіб, таке розміщення цінних паперів відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Етапами публічного розміщення цінних паперів є:

- 1) прийняття рішення про відкрите (публічне) розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення;
- 2) у разі відмови власника акцій від використання свого переважного права на придбання акцій, якщо це передбачено умовами відкритого (публічного) розміщення цінних паперів, - отримання від нього письмового підтвердження про відмову;
- 3) подання заяви і всіх необхідних документів для реєстрації випуску цінних паперів та проспекту їх емісії;
- 4) реєстрація Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску цінних паперів та проспекту їх емісії;
- 5) прийняття у разі потреби рішення про залучення андеррайтера до розміщення цінних паперів;
- 6) присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера;
- 7) укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів або з реєстратором - про ведення реєстру власників іменних цінних паперів, крім випадків, коли облік прав за цінними паперами веде емітент відповідно до законодавства або цінні папери розміщуються на пред'явника;
- 8) виготовлення сертифікатів цінних паперів у разі розміщення цінних паперів у документарній формі;
- 9) розкриття інформації, що міститься в проспекті емісії цінних паперів;
- 10) відкрите (публічне) розміщення цінних паперів;
- 11) затвердження результатів розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення;
- 12) затвердження змін до статуту, пов'язаних із збільшенням статутного капіталу акціонерного товариства з урахуванням результатів розміщення акцій;
- 13) реєстрація змін до статуту в органах державної реєстрації;
- 14) подання звіту про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів;
- 15) реєстрація Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів;
- 16) отримання свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів;
- 17) розкриття інформації, що міститься у звіті про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів.

Подання документів до реєстру ще не є гарантією здійснення реєстрації. Законодавством встановлено причини з яких може бути відмовлено в реєстрації випуску акцій:

1. невідповідності поданих документів вимогам законодавства;
2. порушення встановленого законодавством порядку проведення випуску цінних паперів;
3. виявлення на момент реєстрації порушень порядку скликання та/або проведення загальних зборів акціонерів, на яких прийнято рішення про випуск акцій чи зміну розміру статутного фонду (капіталу) (далі - фонд) акціонерного товариства;
4. порушення переважного права акціонерів на придбання додатково випущених акцій;
5. проведення підписки на акції з порушенням умов, зазначених в інформації про випуск цінних паперів;
6. неподання або неопублікування у встановленому порядку регулярної інформації (звітності) емітента цінних паперів у випадках, передбачених законодавством;
7. прийняття уповноваженою особою реєструвального органу або судовими органами рішення про зупинення обігу (розміщення) цінних паперів, яке є чинним на момент реєстрації, у порядку, передбаченому законодавством.

У разі виникнення будь-яких змін в інформації про випуск акцій, що пропонуються до відкритого продажу, емітент цінних паперів повинен зареєструвати та опублікувати інформацію про зміни, що сталися, до закінчення 30-денного терміну з дня опублікування інформації, але не менш як за 10 днів до початку підписки на цінні папери.

Особливістю організації відкритого випуску акцій є законодавча вимога щодо надання інформації про випуск акцій. Інформація про випуск акцій підлягає реєстрації. Для реєстрації інформації про випуск акцій подаються такі документи:

- а) заява про реєстрацію інформації про випуск акцій.
- б) нотаріально засвідчена копія установчого договору (у разі здійснення першого випуску акцій);
- в) інформація про випуск акцій відкритого акціонерного товариства згідно з вимогами законодавства у двох примірниках.

Після державної реєстрації випуску акцій організовується безпосереднє розміщення акцій. Наступним етапом при організації емісії є звіт про наслідки розміщення (підписки) на акції. Не пізніше ніж через 10 календарних днів після закінчення строку підписки на акції або після дати її дострокового припинення, відкрите акціонерне товариство подає до реєструвального органу звіт про наслідки підписки на акції.

Звіт про наслідки підписки на акції подається до реєструвального органу в двох примірниках; він повинен бути засвідчений підписами та печатками емітента (при першому випуску акцій засновників або уповноваженими ними особами) і аудитора (аудиторської фірми). Якщо емітент користувався послугами торговця цінними паперами щодо розміщення даного випуску акцій, то звіт про наслідки підписки на акції також засвідчується підписом та печаткою торговців цінними паперами.

При випуску акцій у бездокументарній формі звіт про наслідки підписки на акції також засвідчується підписом та печаткою депозитарію, з яким емітент уклав договір про обслуговування випуску акцій, оформив та депонував тимчасовий глобальний сертифікат випуску цінних паперів.

Для реєстрації звіту про наслідки підписки на акції до реєструвального органу подаються документи перелік яких встановлюється законодавством. Після здійснення реєстрації звіту про результати розміщення, емітент отримує свідоцтво про реєстрацію випуску акцій, що є завершальним етапом емісії після якого залишається лише розкрити інформацію звіту про результати розміщення.

Організація закритого розміщення акцій є дещо простішим, що скорочує тривалість емісії акцій.

У разі закритого (приватного) розміщення цінних паперів серед заздалегідь визначеного кола осіб емісія здійснюється за такими етапами:

- 1) прийняття рішення про закрите (приватне) розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення;
- 2) у разі відмови власника акцій від використання свого переважного права на придбання акцій, якщо це передбачено умовами закритого (приватного) розміщення цінних паперів, - отримання від нього письмового підтвердження про відмову;

- 3) подання заяви та всіх необхідних документів на реєстрацію випуску цінних паперів;
- 4) реєстрація Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску цінних паперів;
- 5) присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера;
- 6) укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів або з реєстратором - про ведення реєстру власників іменних цінних паперів, крім випадків, коли облік прав за цінними паперами веде емітент відповідно до законодавства або цінні папери розміщуються на пред'явника;
- 7) виготовлення сертифікатів цінних паперів у разі розміщення цінних паперів у документарній формі;
- 8) закриті (приватне) розміщення цінних паперів;
- 9) затвердження результатів розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення;
- 10) затвердження змін до статуту, пов'язаних із збільшенням статутного капіталу акціонерного товариства з урахуванням результатів розміщення акцій;
- 11) реєстрація змін до статуту в органах державної реєстрації;
- 12) подання Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати закритого (приватного) розміщення цінних паперів;
- 13) реєстрація Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати закритого (приватного) розміщення цінних паперів;
- 14) отримання свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів.

При закритому розміщенні акцій, останні розміщуються наступним чином:

1. При першому випуску акцій, акції викуповуються засновниками акціонерного товариства, тобто засновники зобов'язані викупити перший випуск повністю;
2. В усі наступні випуски (додаткових емісіях) при закритому розміщенні, акції викуповуються акціонерами закритого акціонерного товариства пропорційно до їх частки в статутному фонді закритого акціонерного товариства.

Якщо порівняти процес організації випусків акцій відкритих та закритих акціонерних товариств, стає зрозуміло, що при організації закритого (приватного) розміщення акцій відсутні етапи пов'язані з оприлюдненням проспектів емісії, оприлюднення звіту про результати розміщення, тощо. Така особливість дещо спрощує процес емісії.

Така ситуація склалась через те, що закриті розміщення акцій відбувається серед наперед визначеного кола осіб, що призводить до відсутності повідомлення широкого загалу про хід емісії. При відкритих емісіях, акції розміщуються серед наперед невизначеного кола осіб, тобто акції пропонуються широкому загалу, інформування ж потенційних інвесторів та існуючих власників відбувається з а допомогою засобів масової інформації, шляхом публікування інформації в обсягах передбачених законодавством.

Організація емісії облігацій в більшості етапів є схожою з емісією акцій. При емісії облігацій також виділяють відкрите (публічне) та закриті (приватне) розміщення.

Як при емісії акцій так і при емісії облігацій метою випуску є залучення додаткових коштів. При емісії облігацій, залучені кошти не впливають на зміну структури власності, тобто контроль власників над компанією не зменшується. Але кошти залучені за рахунок емісії облігацій, на відміну від акцій, потрібно повертати у строки згідно умов випуску та з виплатою відсотків. Емісія облігацій, це є борговий інструмент, і вартість капіталу залученого від випуску облігацій є більшою, ніж вартість капіталу залученого від емісії акцій.

Як альтернатива емісії облігацій виступає банківський кредит, який вважається менш затратним.

Багато хто, приступаючи до випуску облігацій, розцінює витрати, зв'язані з випуском облігацій як суттєву перешкоду. Однак слід нагадати, що й альтернативні варіанти фінансування (банківські кредити, векселі) також пов'язані з додатковими витратами. Так, банківський кредит, крім власне процентної ставки, може включати витрати з оформлення застави. Вексельна позика вимагає випуску самих векселів, організацію перевірки їхньої дійсності. Тому в багатьох випадках облігації

залишаються найбільш дешевими варіантами фінансування. Ще більш явну перевагу мають облігації, випущені під фінансування довгострокових інвестиційних програм.

Послідовність випуску облігацій не надто сильно відрізняється від етапів випуску акцій. Говорячи про основні етапи випуску облігацій варто розуміти, що проміжні етапи, які характерні для емісії акцій властиві і для емісії облігацій, зокрема це стосується оприлюднення інформації при відкритому (публічному) розміщенні облігацій.

Випуск облігацій підприємств складається з наступних основних етапів:

1. Підготовка і прийняття рішення щодо випуску облігаційної позики.
2. Реєстрація випуску і інформації щодо емісії облігацій.
3. Розміщення, первинний продаж випуску облігацій.
4. Організація вторинного ринку, виплата купонів, інформаційна підтримка.
5. Погашення облігацій, закриття випуску.

Емісія, як вже зазначалось, включає в себе випуск та розміщення цінного паперу. Ці два основні етапи включають в себе сукупність дій, виконання яких забезпечує завершення етапу. Під випуском облігацій розуміється підготовка та реєстрація випуску.

У Законі України "Про цінні папери та фондовий ринок", андеррайтинг визначено як розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Андеррайтер розміщує цінні папери випущені емітентом у разі їх відкритого продажу.

Андеррайтер виступає посередником на ринку цінних паперів, що пропонуються до відкритого продажу і діє разом з іншими посередниками (рис. 1).

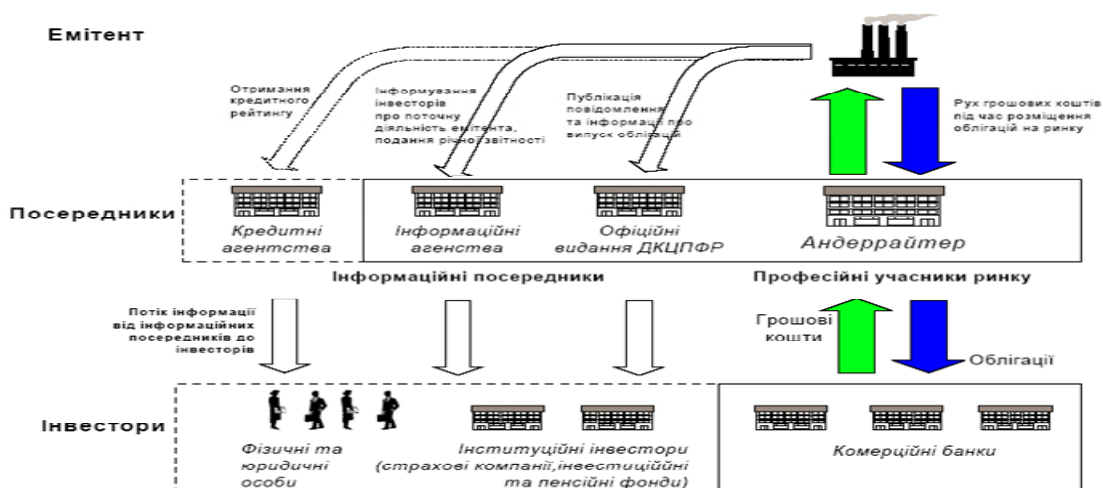


Рис. 1. Спрощена схема діяльності посередників на ринку цінних паперів.

У разі відкритого розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андеррайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе зобов'язань.

Отже андеррайтер фактично виступає посередником у питанні розміщення випущених цінних паперів і забезпечує як найшвидше їх розміщення серед інвесторів, за що андеррайтеру виплачується винагорода, визначена в договорі про андеррайтинг.

Правове регулювання емісії цінних паперів здійснюється Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок», що набрав чинності не так давно і прийшов на заміну Закону України "Про цінні папери та фондову біржу", Цивільним кодексом України, Законом України "Про

господарські товариства", рядом спеціальних законів, зокрема "Про іпотечні облигації", підзаконними нормативно-правовими актами, що видаються компетентними державними органами, зокрема Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, що регламентують детальний порядок та вимоги до випуску та розміщення акцій при створенні акціонерних товариств, вимоги до їхніх проспектів емісії, вимоги та порядок емісії додаткових акцій, акцій, що розміщуються шляхом конвертації, облигацій, конвертованих у додаткові акції, і їхніх проспектів емісії. Емісія цінних паперів кредитними організаціями здійснюється із врахуванням ряду особливостей, це характерно і для професійних учасників ринку.

Також законодавством України встановлюється порядок випуску цінних паперів емітентом яких є держава або органи місцевого самоврядування.

Поняття емісії цінних паперів міститься в ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»: «установлена законодавством послідовність дій емітента щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів;». При цьому емітентом є юридична особа або органи виконавчої влади або місцевого самоврядування, що несуть від свого імені зобов'язання перед власниками цінних паперів по здійсненню прав, закріплених ними. Таке легальне визначення емітента далеке від досконалості, оскільки не відображає стартового моменту емісійного процесу, тобто певних послідовних дій емітента по випуску й розміщенню цінних паперів. Такий недолік закону, за звичкою, виправляється роз'ясненнями та нормативними актами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Поняття «емісія» викладене в законі у тому сенсі, що в Україні діятиме передплатна («підписана») система розміщення цінних паперів. Парадокс полягає в тому, що якраз завдяки цьому Закону врешті-решт ми позбавляємося архаїчної передплатної системи розміщення акцій, отже, поняття «випуск» і «емісія» стають тотожними. Тлумачення поняття «емісія» взяте з російського закону 1996 р. «Про ринок цінних паперів», в якому (як і в «старому» українському законі) унормована саме передплатна система.

Основне місце серед українських емітентів приділяється державі в особі центральних органів виконавчої влади й органів місцевої виконавчої влади. Загальновизнаним вважається те, що державні цінні папери мають нульовий ризик (чи принаймні ризик державних цінних паперів є максимально приближений до нульового).

Муніципальні органи влади в особі виконавчих органів місцевого самоврядування вийшли на фондовий ринок пізніше, тому статус муніципальних цінних паперів трохи нижче, ніж державних цінних паперів, крім того, такі папери забезпечуються лише муніципальною власністю.

Комерційні юридичні особи, як емітенти, можуть випускати емісійні цінні папери, які забезпечуються їхнім майном. Що стосується некомерційних організацій, то емісія ними цінних паперів допускається тільки у випадках, передбачених чинним законодавством й іншими нормативними актами України, при наявності забезпечення, визначеного зазначеними нормативними актами

Правове забезпечення емісії та андеррайтингу полягає в їх законодавчому регулюванні. Органи, що згідно законодавства України здійснюють регулювання діяльністю емітентів та учасників ринку шляхом встановлення ряду вимог.

Отже, основним джерелом права при організації та проведенні емісії та андеррайтингу, є Закони України на підставі та з дотриманням яких уповноваженими органами приймаються підзаконні нормативні акти. І регулювання фондового ринку здійснює держава. Також існує практика коли регулювання та контроль за випуском та розміщенням цінних паперів, а також регулювання ринку цінних паперів здійснюється саморегулювальними організаціями.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а також інші державні органи у межах своїх повноважень, визначених законом.

Що ж стосовно саморегулювальних організацій професійних учасників фондового ринку, то останні утворюються за принципом: одна саморегулювальна організація з кожного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів.

Така саморегулювальна організація повинна об'єднувати більше 50 відсотків професійних учасників фондового ринку за одним з видів професійної діяльності

Об'єднання професійних учасників фондового ринку набуває статусу саморегульованої організації з дня його реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Порядок та умови проведення реєстрації саморегульованої організації професійних учасників фондового ринку та анулювання реєстрації встановлюються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Метою діяльності саморегульованих організацій професійних учасників фондового ринку є забезпечення провадження діяльності професійними учасниками фондового ринку, які є членами саморегульованої організації, розроблення і затвердження правил, стандартів професійної поведінки та провадження відповідного виду професійної діяльності.

Саморегульована організація професійних учасників фондового ринку набуває делегованих їй Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку повноважень з дня опублікування в офіційному друкованому виданні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про делегування відповідних повноважень саморегульованій організації.

Умовами для прийняття рішення про делегування організації-претенденту професійних учасників фондового ринку повноважень Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо регулювання фондового ринку є:

1. наявність правил і стандартів професійної діяльності на фондовому ринку, що є обов'язковими для виконання всіма членами саморегульованої організації;
2. статус непідприємницької організації;
3. наявність у власності для забезпечення статутної діяльності активів у розмірі не менше ніж 600 тисяч гривень.

У кожному виді професійної діяльності Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку може делегувати саморегульованій організації такі повноваження:

1. збирання, узагальнення та аналітичне оброблення даних щодо провадження відповідного виду професійної діяльності;
2. проведення перевірок провадження відповідного виду професійної діяльності, дотримання вимог законодавства про цінні папери, правил, стандартів професійної поведінки;
3. подання їй обов'язкового для розгляду клопотання про припинення (зупинення) дії ліцензії на провадження професійним учасником фондового ринку певного виду діяльності;
4. сертифікація фахівців фондового ринку;
5. видача ліцензій особам, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку.

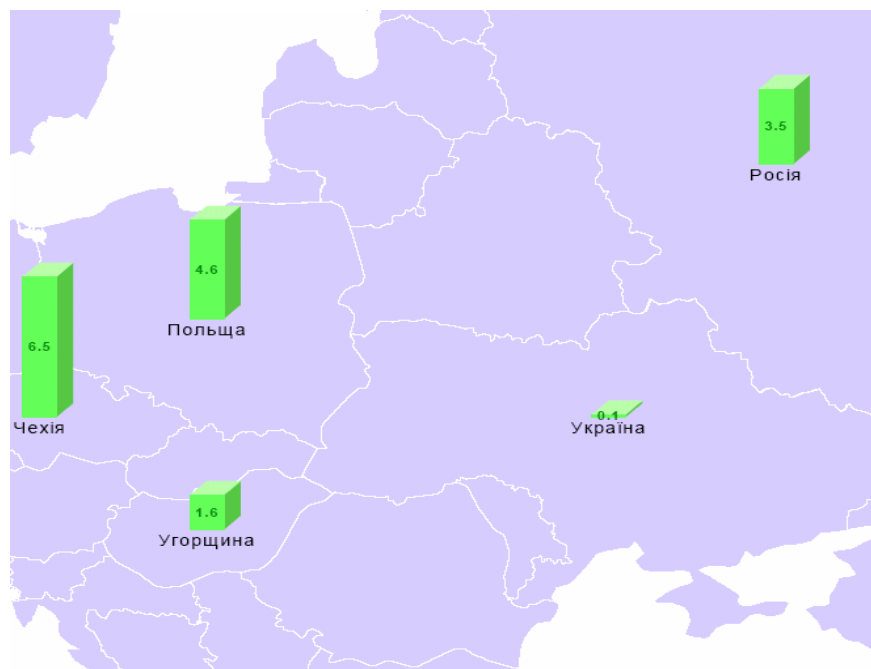


Рисунок 2. Обсяг ринку цінних паперів в порівнянні з іншими країнами в млрд. доларів США.

Що ж стосується економічного забезпечення, то його сутність полягає в проведенні оцінки витрат на організацію емісії цінних паперів та співставлення цих витрат з одержаним ефектом. В процесі цих дій здійснюється оцінка вартості залученого капіталу (ринкова ставка відсотку). Також важливою є оцінка загальних тенденцій ринку цінних паперів, зокрема зміни попиту на цінні папери, зміна обсягів ринку цінних паперів.

Звертаємо увагу на те, що на сьогоднішній день обсяг ринку є досить незначним, в порівнянні з іншими країнами (Рис. 2.), але враховуючи теперішні тенденції та темпи росту, можна з впевненістю прогнозувати швидке зростання обсягу ринку цінних паперів в Україні, що призведе до збільшення пропозиції цінних паперів та викличе здешевлення вартості капіталу, що залучається.

Економічне забезпечення організації цінних паперів дозволяє оцінити загальний стан ринку та визначити економічну доцільність емісії акцій чи облігацій, допомагає здійснити емісію на найбільш вигідних умовах.

Не є таємницею що ринок цінних паперів в Україні є далеким від досконалості. Існує багато проблем і в забезпеченні функціонування ринку, і в процедурі організації емісії, і в обслуговуванні розміщених цінних паперів. Причиною чого є недовготривала історія як ринку цінних паперів у країні так і самих цінних паперів.

Взагалі вважаємо, що вдосконалення організації випуску та обігу цінних паперів повинно проводитись в кількох основних напрямках з метою забезпечення світових стандартів функціонування фондового ринку України та при цьому варто враховувати загальносвітові тенденції в цій сфері.

Один з важливих напрямків вдосконалення емісії цінних паперів є створення відповідних законодавчих умов для розвитку ринку цінних паперів та регулювання процесу випуску, розміщення та обігу цінних паперів.

Випуск та обіг цінних паперів до "13" травня 2006 року регулювався трьома Законами України:

1. Законом України "Про цінні папери і фондову біржу" від 18 червня 1991 року N 1201-ХІІ;
2. Законом України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" від 10 грудня 1997 року N 710/97-ВР;

3. Законом України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30 жовтня 1996 року N 448/96-ВР

Правові засади функціонування фондового ринку застаріли і не відповідали його сучасному стану та вимогам розвитку. З "13" травня 2006 в силу вступив новий Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок".

Були сподівання, що прийнятий новий закон, скасує дію трьох чинних законів. Такі сподівання були викликані тим, що у жодній країні немає розпорошеного по різних законах нормативного регулювання випуску та обігу цінних паперів. Сподівання були і нате, що новий закон встановить чіткі та зрозумілі правові засади функціонування фондового ринку на основі досвіду інших країн, в першу чергу країн ЄС.

Взагалі зміни в чинному законодавстві, що регулює організацію випуску цінних паперів, покликані прискорити адаптацію законодавства України до законодавства ЄС. Нова нормативна база повинна враховувати необхідність вирішення наступних питань, пов'язаних з розвитком інформаційних технологій:

- спрощення розрахунків (грошові кошти ↔ цінні папери) з нерезидентами, а також щодо спрощення придбання цінних паперів іноземних емітентів (для активів інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів);
- створення клірингової розрахункової системи для організованого ринку, включаючи інтернет-торгівлю цінними паперами (on-line) на українському ринку;
- запровадження електронного документообігу щодо цінних паперів на основі чинних законів України.

Новий закон, звичайно, є більш досконалим порівняно із законом 1991 року. Що ж стосується новел в сфері організації емісії цінних паперів, то цілий розділ нового закону присвячений питанню випуску цінних паперів у випадку закритого (приватного) та відкритого (публічного) розміщення. Причому саме використання термінів "приватне розміщення" та "публічне розміщення" свідчить про орієнтацію нового закону на досвід західних країн та адаптацію законодавства України про цінні папери до світових стандартів.

Закон чітко визначає етапи розміщення. Виходячи з норм Закону трохи ускладнилася приватне (закрите) розміщення. Як у публічному, так і приватному розміщенні як етап виділяється присвоєння міжнародного ідентифікаційного коду й затвердження результатів розміщення. У цьому зв'язку закритим акціонерним товариствам можна рекомендувати доповнити повноваження своїх виконавчих органів управління повноваженнями на затвердження результатів розміщення, з метою економії коштів і часу на проведення загальних зборів акціонерів.

Перше розміщення акцій відкритого акціонерного товариства може бути винятково закритим (приватним) і лише між засновниками (нагадаємо, що Господарський кодекс важав достатнім, коли засновники викупують 25 відсотків статутного фонду).

Відкрите розміщення здійснюється емітентом самостійно або через андеррайтера. Закон передбачає затвердження Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку типового договору про андеррайтинг.

Передбачено, що приватне розміщення не може тривати більше двох місяців, а публічне більше одного року

Тепер вимоги до рішення про розміщення встановлюються не Законом, а визначаються вимогами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

В результаті таких змін в основному законодавчому акті, що регулює відносини, які виникають у зв'язку із здійсненням емітентом діяльності по організації випуску та розміщення цінних паперів, виник цілий ряд суперечностей між Законом та правовими актами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, що породило ряд проблем вже після набрання чинності законом.

Не зважаючи на те, що проект закону України "про цінні папери та фондовий ринок" був доступний тривалий час до його прийняття, а набрав чинності згаданий закон лише "13" травня (звертаємо Вашу увагу, що прийнятий Верховною Радою України закон був ще в лютому місяці цього року) Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку не було внесено змін в жодний із документів, що регулює порядок емісії акцій закритих та відкритих акціонерних товариств. Також

жодних змін не було внесено до нормативних актів, які регулюють порядок емісії облігацій підприємств.

В результаті відсутності нових підзаконних нормативно-правових актів та відсутності змін до вже прийнятих, склалась ситуація протиріччя нормативно-правових актів, що регулюють порядок емісії і Закону.

Так Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, у відповідності до Закону України "про цінні папери та фондовий ринок" прийняти лише один підзаконний нормативний акт, а саме Наказом Комісії затверджено "Положення про порядок реєстрації випуску іпотечних сертифікатів, що випускаються в бездокументарній формі, інформації про їх випуск та звіту про підсумки випуску іпотечних сертифікатів".

У той же час ряд важливих нормативно правових актів, що регламентують порядок випуску та реєстрації залишилися без змін і до цих пір залишаються зорієнтованими на Закон України "Про цінні папери та фондову біржу" який вже давно втратив чинність.

Тому досить нагальною є потреба по виправленню цих недоліків.

Висновки. Для виправлення ситуації, що склалась, Державна комісія з цінних паперів, як орган на який згідно Закону покладено завдання державного регулювання ринку цінних паперів, повинна прийняти низку нормативно-правових актів, які б забезпечили виконання вимог Закону.

Зокрема, стосовно питання організації емісії цінних паперів, потребують викладення в новій редакції наступні нормативно-правові акти:

- Положення про порядок випуску облігацій підприємств затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від "17" липня 2003 року;

- Положення про порядок реєстрації випуску акцій закритих акціонерних товариств затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 червня 2002 року N 167;

- Положення про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх емісію (07-01/98) (у новій редакції) затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 9 лютого 2001 року N 18

Внесення певних змін потребують:

- Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 травня 1998 року N 60;

В основному зміни, що повинні бути внесені у вищевказані нормативно-правові акти стосуються етапів організації емісії, які не були регламентовані у старому законі. Також певні зміни повинні бути внесені стосовно вимог щодо форми сертифікатів цінних паперів (при документарній формі випуску).

Також повинно бути висловлено позицію щодо можливого обсягу випуску облігацій акціонерними товариствами. Тут звернемо вашу увагу, що згідно Закону України "Про господарські товариства", акціонерні товариства можуть здійснювати емісію облігацій на суму, що не перевищує 25% розміру статутного капіталу. В Цивільному кодексе України закріплено норму, що загальний обсяг облігацій, що випускаються акціонерними товариствами, не може перевищувати розміру статутного капіталу.

Закон України "про цінні папери та фондовий ринок" закріпив норму, згідно якої юридичні особи мають право розміщувати облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами.

Так, на сьогоднішній день існує три закони, що встановлюють різні обмеження обсягу емісії облігацій і така ситуація є досить незвичною, що природно викликає здивування і нерозуміння, чому кожним новим законом не було внесено змін у попередній, в частині регулювання обсягу облігацій, що можуть випускатись емітентами.

Внесення таких змін дозволить виправити існуючі протиріччя в сфері законодавчого регулювання емісії цінних паперів, та допоможе уникнути труднощів, що виникають при організації емісії через існування неоднозначного трактування норм Закону.

Тому, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, як орган на який покладено функцію регулювання ринку цінних паперів, в найкоротші строки повинна виправити існуючі недоліки та внести зміни у перераховані нормативні акти, або прийняти нові.

На наш погляд, вірним підходом до побудови органів державного управління організації емісії є функціональний підхід. Поняття "державне регулювання" трактується в законодавчих актах дуже широко, поєднуючи такі несумісні, на наш погляд, функції як розробка нормативно-правових актів та нагляд. Це призводить до того, що один і той же орган розробляє нормативно-правові акти і контролює їх виконання. Потрібно розділити ці функції між різними органами державного управління. За розробку нормативно-правових актів від Уряду, в тому числі і з питань фондового ринку, зокрема питань організації випусків цінних паперів, повинен відповідати один орган, а за регулювання, що складається з трьох основних функцій: ліцензування, пруденційний нагляд та застосування заходів впливу, інший – Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг.

Що стосується Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку, то такий орган теж повинен залишитись в силу необхідності виконання специфічних функцій:

- реєстрація випусків цінних паперів;
- створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів;
- контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів;
- контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами;
- становлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів та контроль за їх дотриманням;
- контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів тощо.

З точки зору бізнесу не має значення, який орган регулює діяльність по випуску та розміщенню цінних паперів. Тут головне правила гри, які мають бути прозорими та створювати сприятливі умови для розвитку та функціонування ринків, як це передбачено законом.

Важливе значення має також передача деяких повноважень держави саморегульованим організаціям, про які вже згадувалось вище. Такі функції визначені чинним законодавством:

- розробка та впровадження правил, стандартів та вимог щодо здійснення операцій на фондовому ринку, в тому числі стандартів здійснення емісії;
- сертифікація фахівців фондового ринку, в тому числі андеррайтерів;
- збирання, узагальнення та аналітична обробка адміністративних даних про професійну діяльність андеррайтерів на фондовому ринку, а також інформації, що підлягає оприлюдненню емітентами цінних паперів при здійсненні емісії цінних паперів при їх публічному (відкритому) розміщенні.

Саморегульовані (СРО) організації мають здійснювати попереднє прийняття до своїх рядів майбутніх професійних учасників ринків фінансових послуг перед їх ліцензуванням державними органами.

Підвищенню рівня впливу СРО на функціонування ринків буде сприяти прийняття наступного підходу: представники одного виду професійної діяльності мають бути об'єднаними в одне СРО. Наприклад СРО андеррайтерів, можуть створюватись на базі емісійних синдикатів.

Існує нагальна потреба вдосконалення законодавства, яким регулюється порядок емісії та андеррайтингу, оскільки існує ряд неоднозначних трактувань закону. Для чого Державна комісія з цінних паперів, що повноважна видавати накази та приймати положення і інструкції, які регулюють порядок емісії, повинна в найкоротші строки дати роз'яснення існуючи різночитань, та внести зміни в підзаконні нормативно-правові акти, які ще досі ґрунтуються та посилаються на закони, що втратили чинність більш ніж три місяці тому.

Перебудувати систему регулювання організації емісії шляхом розподілу нормотворчих та регулятивних функцій, при цьому значна частина функцій з регулювання емісій може бути передана саморегульованим організаціям.

Література

1. Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" 30 жовтня 1996 року N 448/96-ВР
2. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 року N 3480-IV
3. Миркин Я.М. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг. Курс лекций. – М.: Альбина Бизнес Букс, 2004
4. <http://www.emission.zp.ua/> - Інформаційне агентство "Емісія"
5. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку "Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх емісію (07-01/98) (у новій редакції)" від 9 лютого 2001 року N 18