

На правах рукописи

Галкова Екатерина Викторовна

ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ ПО РОССИЙСКОМУ ГРАЖДАНСКОМУ
ПРАВУ И ПРАВУ ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАН (СРАВНИТЕЛЬНО-
ПРАВОВОЙ АСПЕКТ)

Специальность: 12.00.03 – гражданское право; предпринимательское право;
семейное право; международное частное право

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата юридических наук

Москва, 2013

Работа выполнена в секторе гражданского права, гражданского и арбитражного процесса Федерального государственного бюджетного учреждения науки Института государства и права Российской академии наук.

Научный руководитель: кандидат юридических наук,
Редькин Игорь Владимирович

Официальные оппоненты: доктор юридических наук,
заведующий отделом гражданского законодательства и
процесса Федерального государственного научно-
исследовательского учреждения «Институт
законодательства и сравнительного правоведения при
Правительстве Российской Федерации»
Габов Андрей Владимирович

кандидат юридических наук,
полномочный представитель Правительства Российской
Федерации в Государственной думе Федерального собрания
Российской Федерации
Синенко Александр Юрьевич

Ведущая организация: **ФГБОУ ВПО «Уральская государственная
юридическая академия»**

Защита состоится "22" мая 2013 года в 11-00 часов на заседании
Диссертационного совета Д.002.002.06 по защите докторских и кандидатских
диссертаций при Федеральном государственном бюджетном учреждении науки
Института государства и права Российской академии наук по адресу: 119091,
Москва, ул. Знаменка, дом 10.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Федерального
государственного бюджетного учреждения науки Института государства и права
Российской академии наук.

Автореферат разослан _____ 2013 г.

Ученый секретарь
Диссертационного Совета
Кандидат юридических наук

И.Н. Лукьянова

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Эмиссия ценных бумаг - установленный законодательством порядок последовательных действий эмитента и государственных органов, направленных на создание и выпуск в обращение ценных бумаг, относится к одному из самых сложных с юридической точки зрения и в то же время распространенных способов выпуска ценных бумаг. С экономической точки зрения эмиссия ценных бумаг является одним из самых привлекательных способов привлечения компанией капитала. Публичное размещение акций имеет ту же цель, что и создание акционерных обществ - аккумулярование капитала для какой-либо деятельности. Особенность публичного размещения ценных бумаг - более высокая скорость обращения капитала за счет размещения на организованном рынке внутри страны или за ее пределами. В случае, если размещение ценных бумаг происходит на территории иностранного государства, то компания финансируется в определенной части за счет не национальной экономики, а за счет зарубежных финансовых источников. Таким образом, происходит перетекание свободных финансовых ресурсов из одного государства в другое.

Особый законодательно регламентированный порядок последовательных действий эмитента и государственных органов в ходе процедуры эмиссии ценных бумаг можно встретить во всех развитых правовых порядках. Эмиссия является чрезвычайно привлекательным объектом научных изысканий: если все развитые правовые порядки обращаются к столь юридически сложному и многоступенчатому способу выпуска ценных бумаг, то сравнительно-правовой анализ процедуры эмиссии, объяснение логики функционирования, правовой природы и состава эмиссии сквозь призму теории юридических фактов способны обогатить современное понимание эмиссии с точки зрения теории гражданского права. Сложно переоценить значимость исследований такого рода. Выявление общих и особенных черт в структуре эмиссии, используемой различными правовыми порядками, определение специфики и тенденций в регулировании эмиссии ценных бумаг позволит экстраполировать полученные знания и выводы на этот достаточно новый институт в российском гражданском праве. Учитывая тот факт, что публично-правовые аспекты эмиссии в нашем правовом порядке порой избыточны, в совокупности

с тем обстоятельством, что целый ряд проблем породил сам новый институт эмиссионных ценных бумаг как объектов субъективных прав, правовое регулирование эмиссии ценных бумаг в нашей стране хаотично и не опирается на эффективную систему известных догматических конструкций частного права. Также нет полного теоретического обоснования в вопросе о моменте возникновения эмиссионной ценной бумаги как объекта субъективных частных прав и юридическом факте, порождающем его. Например, до сих пор в доктрине и судебной практике отсутствует понимание относительно того, является ли эмиссия юридической сделкой или юридическим фактом иного рода, а также возможно ли применять к ней механизмы, выработанные для недействительности сделок.

Таким образом, дать юридическое определение эмиссии можно, только обратившись к исследованию базовых доктринальных понятий, в частности, юридических фактов, прежде всего сделок, а также объектов субъективных прав. Это позволит вычленив такие элементы структуры эмиссии ценных бумаг, которые юридически могут быть оформлены только как волевые акты, имеющие признаки сделок, а также определить их место среди иных видов сделок. Эти вопросы следует исследовать в сравнительно-правовом аспекте, что позволит выявить алгоритмы, используемые в частном праве различных государств для того, чтобы сформировать юридическую структуру эмиссии ценных бумаг и эмиссионных правоотношений. Это позволит попытаться определить плюсы и минусы различных подходов, а также допустимые рамки публично-правовых элементов в регулировании данных отношений, прежде всего, административных актов, которые являются основаниями, влекущими гражданские правовые последствия в ходе эмиссии ценных бумаг. При этом будет полезным выявить оптимальное сочетание методов юридического формализма, сравнительно-правового и экономического анализа права в структуре аргументаций, существующих в литературе по заявленным проблемам.

Для выявления тенденций правового регулирования эмиссии ценных бумаг нужно учитывать, что в настоящее время Европейский Союз активно ведет работу по унификации эмиссии ценных бумаг. Так, был разработан целый ряд директив, направленных на унификацию законодательства, в том числе при размещении ценных бумаг и допуску их к торгам на территории нескольких европейских

государств. В ходе проделанной работы было унифицировано национальное законодательство 27 стран, с учетом того, что была проведена унификация различных правовых систем и правовых традиций (общего права и континентального права).

Анализ эмиссии ценных бумаг на основе сравнительно-правовой методологии является чрезвычайно актуальным в контексте создания в Москве Международного финансового центра, а также унификации процедуры вследствие глобализации фондовых рынков, транснациональной структуры большинства крупнейших корпораций и, вследствие этого широкого распространения транснациональной эмиссии ценных бумаг. Поэтому в настоящей работе рассмотрена структура эмиссии зарубежных стран через призму конструкции эмиссии ценных бумаг в Российской Федерации.

Степень научной разработанности темы исследования.

Литература, посвященная вопросам эмиссии ценных *бумаг, богата*. Отдельные аспекты эмиссии ценных бумаг рассматривались с точки зрения правового регулирования такими авторами как Акуев А., Барейша И., Габов А.В., Макеева Е., Мельников Д., Пивовар Р., Рыжков Д., Синенко А.Ю., Туктаров Ю.Е., Черкасова Ю.А., Удальцова Н.Г. Необходимо отметить, что в последнее время в российской правовой науке были сделаны исследования по вопросам возникновения ценной бумаги в процессе эмиссии (Д.В. Ломакин, А.Ю. Синенко, Г.Н. Шевченко). Но, с другой стороны, обобщающих теоретических исследований не так много. Сравнительно - правовых исследований, отвечающих на один из основных вопросов о правовой природе и достаточности фактического состава эмиссии ценных бумаг сделано не было.

При проведении данного диссертационного исследования автор опирался на труды дореволюционных, советских и современных ученых - цивилистов в области правового регулирования эмиссии ценных бумаг, акционерного правоотношения, в области правового регулирования эмиссии ценных бумаг, теории акционерных обществ и корпоративных правоотношений: Авилова Г.Е., Агаркова М.М., Белова В.А., Васьковского Е.В., Венедиктова А.В, Вольфа В.Ю., Габова А.В., Тарасова И.Т., Израэлиты М.Н., Иоффе О.С., Каминка А.И., Кашанина Т.В., Красавчикова О.А.,

Крашенинникова Е.А., Ласка Г., Ломакина Д.В., Лунца Л.А., Майфата А.В., Маковской А.А., Мурзина Д.В., Нерсесова Н.О., Новицкого И.Б., Петражицкого Л.И., Пугинского Б.И., Редькина И.В., Решетина Е., Степанова Д., Цепова Г.В., Шиткиной И.С., Шершеневича Г.Ф., Халфиной Р.О., Черепахина Б.Б., Эльяссона Л.С., и других.

Также необходимо отметить, что значительная часть исследований эмиссии ценных бумаг проводится экономистами Миркиным Я.М., Абрамовым А.Е., Гвардиным С.В., Колпаковым Я., Лукашевым А., Оверченко М., Пановым А., Шлыком П.В., Львугиным П.П., Лосевым С.В., Рубцовым Б.Б., Добашиной И.В., Воробьевой З.А. и другими.

В исследовании учтены достижения правовой мысли зарубежных ученых-правоведов: Eva Micheler, Joanna Benjamin, Maisie Ooi, Dirk Van Gerven, Klaus J. Hopt, Ellis Ferran, Larry D. Soderquist, Theresa A. Gabaldon и других.

Предметом исследования является комплекс правоотношений, возникающих в рамках эмиссии ценных бумаг, и теоретических положений, связанных с определением общих и особенных черт правовой природы и сущности юридических фактов, и их достаточность для признания эмиссионного состава действительным в различных правовых системах (континентального права и общего права), а также на наднациональном уровне, и вопросы, связанные с унификацией правового регулирования эмиссии ценных бумаг в Европейском союзе, и попытки гармонизации правового регулирования эмиссии ценных бумаг в мировом масштабе (признание стандартов третьих стран эквивалентными, заключение двухсторонних и многосторонних договоров (Франция-Израиль (2008)¹, Нидерланды-США (2006), а также между такими странами, как США-Канада (1991)²) о взаимном признании утвержденных проспектов эмиссии и законодательных требований по раскрытию информации).

¹ URL:http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_2451.pdf

² The Canada-U.S. Multijurisdictional Disclosure System (the MJDC) система взаимного признания регулирования ценных бумаг в Канаде и Соединенных штатах Америки. URL:http://www.torys.com/publications/documents/publication%20pdfs/raising_capital_us_mjds.pdf

Методология и объект исследования. В процессе диссертационного исследования применялись логический, функциональный, системный, диалектический, сравнительно-правовой и историко-правовой методы исследования.

Правовую базу диссертации составили законодательство Российской Федерации по регулированию ценных бумаг (Гражданский кодекс Российской Федерации и федеральные законы, а также многочисленные подзаконные нормативные акты); Концепция развития гражданского законодательства о ценных бумагах, законопроекты (в том числе Предложения Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) по совершенствованию процедуры эмиссии³, проект изменений, принятых Государственной думой Федерального Собрания РФ в первом чтении (27 апреля 2012 года) к Гражданскому кодексу⁴) и судебная практика, а также законодательство, регулирующее выпуск и обращение ценных бумаг в иностранных государствах (Германии, Франции, Нидерландах, Великобритании и Соединенных штатах Америки), и судебная практика иностранных государств, а также директивы Европейского союза, унифицирующие регулирование рынка ценных бумаг на территории Европейского союза, и международные договоры о признании стандартов раскрытия информации и проспекта эмиссии эквивалентными.

Выбор стран для сравнительно-правового анализа отвечает требованиям репрезентативности, поскольку Германия, Франция, Нидерланды относятся к одной континентальной правовой системе с Россией, поэтому представляется интересным выявить общие черты института эмиссии и особенности процедуры эмиссии в различных национальных правовых системах. Кроме того, фондовые рынки указанных стран являются одними из самых старых в Европе (Нидерланды) и одними из наиболее развитых. Выбор для правового анализа Великобритании и США обусловлен тем, что регулирование в этих странах относится к иной правовой системе (системе общего права или англо-американской правовой системе) и регулирование рынка ценных бумаг и фондового рынка признано одним из самых передовых и эффективных в мире, поэтому представляется интересным проследить,

³ URL: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=9367>.

⁴ в ред. Проекта Федерального закона N 47538-6 от 27.04.2012.

каким образом правовые институты регулируются в иной системе права. Для представления современного уровня развития правового регулирования эмиссии ценных бумаг было необходимо включение в диссертационное исследование анализа правового регулирования ЕС (наднационального уровня регулирования). Кроме того, в работе анализируются отдельные черты международных договоров по регулированию эмиссии ценных бумаг, допуску ценных бумаг к торгам, и унифицирующие требования к эмитентам по раскрытию информации для выявления тенденций развития института эмиссии ценных бумаг.

Цель диссертационного исследования состоит в том, чтобы на основании юридической литературы, путем анализа законодательства, теории и международной практики выявить и проанализировать недостаточно разработанные проблемы эмиссии ценных бумаг как юридического состава (включающего действия и акты), в рамках которого возникают новые объекты гражданских прав – ценные бумаги, для конкретизации теоретических положений о правовой природе данной процедуры в России и в международной практике, и на основе теоретических выводов предложить практические рекомендации по внесению изменений в структуру эмиссионного состава в связи с унификацией процедуры эмиссии ценных бумаг, а также с учетом глобализации мирового финансового рынка и разработки Европейским союзом (ЕС) процедуры признания проспекта эмиссии третьей страны эквивалентным.

Указанная цель предопределила постановку следующих задач: определить правовую природу эмиссии ценных бумаг с точки зрения теории юридических фактов; определить соотношение публично-правовых и частноправовых элементов в структуре эмиссии ценных бумаг; определить, какие юридические факты являются достаточными в эмиссионном составе; определить возможные нарушения в ходе эмиссии ценных бумаг и их правовые последствия; определить основные принципы европейской унификации правового регулирования ценных бумаг; проанализировать современный правовой режим регулирования эмиссии ценных бумаг в России, сравнить континентальную модель (в Германии, Франции, Нидерландах) с моделью общего права (англо-американскую модель, на примере Великобритании и Соединенных штатов Америки) и правовым регулированием эмиссии ценных бумаг

на наднациональном уровне - в Европейском союзе; выявить и определить общие и особенные черты эмиссии ценных бумаг в России и иных зарубежных странах, которые относятся к общей с Россией континентальной модели правового регулирования (Германии, Франции, Нидерландах), и черты, присущие модели общего права (Великобритании и Соединенных штатов Америки); выявить тенденции и общие черты в процессе гармонизации правового регулирования эмиссии ценных бумаг в мире и экстраполировать сделанные выводы на конструкцию эмиссии ценных бумаг, закрепленную в законодательстве России; выявить недостатки и предложить направления и способы их устранения в целях совершенствования процедуры эмиссии ценных бумаг в Российской Федерации с учетом передового практического и теоретического международного опыта.

В рамках диссертационного исследования была проанализирована эмиссия ценных бумаг с целью размещения среди неограниченного круга лиц (публичное предложение ценных бумаг) или последующего допуска к торгам на регулируемом рынке (бирже), как один из самых распространенных и юридически сложных видов эмиссии. При этом, под ценными бумагами в настоящем диссертационном исследовании понимаются эмиссионные ценные бумаги (акции), если специально не указан в тексте иной вид ценных бумаг. В то же время в рамки исследования не вошел ряд частных вопросов: закрытое размещение ценных бумаг в российском правовом порядке и частное размещение ценных бумаг в зарубежных правовых порядках, вопросы о природе прав на ценную бумагу (акцию, облигацию), вопросы возникающего права на ценную бумагу у реестродержателя, депозитария. Объем диссертационной работы не позволяет проанализировать указанные понятия с той тщательностью, которой они заслуживают как предмет отдельных исследований. Данные вопросы упомянуты или раскрыты в настоящей работе в той степени, в которой это необходимо для определения правовой природы эмиссии ценных бумаг.

Научная новизна исследования. На основании анализа законодательства, судебной практики, отечественной и зарубежной правовой литературы впервые проведено сравнительно-правовое исследование эмиссии ценных бумаг России, Германии, Франции, Нидерландов, Великобритании, США, и ЕС через призму структуры эмиссии ценных бумаг, закрепленной действующим законодательством

Российской Федерации. На основе проведенного исследования определены характерные черты и состав юридических фактов для эмиссии ценных бумаг в различных системах права. Настоящая работа предлагает новый взгляд на процедуру эмиссии, который позволяет сформулировать ответ на вопрос о природе эмиссионного состава и достаточных элементах структуры эмиссии. Также выявлены особенности и принципы унификации правового регулирования эмиссии ценных бумаг в ЕС. В ходе сделанного анализа автор пришел к выводу о формировании в настоящее время тенденции к гармонизации правового регулирования эмиссии ценных бумаг и стандартов, применимых для раскрытия информации эмитентами в мире. ***В работе выдвигаются и обосновываются положения, ставшие результатом решения сформулированных выше задач. К наиболее важным из них, выносимым на защиту, относятся следующие:***

1. Дано новое определение эмиссии ценных бумаг - "эмиссия ценных бумаг - установленная законодательством процедура последовательных действий эмитента и государственных органов, направленных на создание и выпуск в обращение ценных бумаг, как объектов гражданских прав". Такое определение эмиссии соответствует правовой природе эмиссии ценных бумаг, с точки зрения теории юридических фактов, изложенных в работе. Выделение в качестве субъектов эмиссии эмитента и государственных органов обосновано выводами о значении действий соответствующих субъектов для создания ценных бумаг и выпуска их в обращение. В определении также отражена основная цель эмиссии: создание ценных бумаг и выпуск их в обращение.
2. На основе анализа процедуры эмиссии ценных бумаг в рамках сравнительно-правового метода исследования, сделан вывод о том, что во всех рассматриваемых в диссертационном исследовании правопорядках эмиссия как процедура выпуска ценных бумаг имеет общие признаки: сходный набор элементов процедуры, сходные права и обязанности субъектов эмиссии.
3. При использовании сравнительно-правового метода выявлены юридические факты, являющиеся необходимыми в эмиссионном составе

в российском и зарубежных правопорядках: 1) принятие юридическим лицом корпоративного решения о выпуске (эмиссии) ценных бумаг, 2) государственное одобрение проспекта эмиссии и 3) размещение ценных бумаг. Сделан вывод, что всего три элемента являются обязательными для эмиссионного состава во всех анализируемых правопорядках, среди которых только один является публичным (государственное одобрение проспекта эмиссии).

4. В результате сравнительно-правового анализа выявлена и обоснована избыточность элементов в эмиссионном составе по российскому праву, повышающая издержки эмитентов - утверждение решения о выпуске ценных бумаг (частноправовой элемент), предварительное разрешение на размещение ценных бумаг за пределами России (публично-правовой элемент) и государственная регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг (направление уведомления) (публично-правовой элемент) в структуре эмиссии ценных бумаг, предусмотренной российским законодательством;
5. На основе сделанного анализа возможных нарушений в ходе эмиссии ценных бумаг с точки зрения действительности элементов юридического состава и их правовых последствий, автор пришел к выводу, что государственная регистрация выпуска ценных бумаг предусмотрена в качестве публичного элемента эмиссионного состава во всех рассмотренных в работе правопорядках и является обязательным элементом в сложном юридическом составе эмиссии, признание недействительным которого влечет недействительность всей эмиссии как сложного юридического состава;
6. На основе анализа директив Европейского союза и исследований зарубежных юристов-правоведов выделены основные принципы европейской унификации правового регулирования эмиссии ценных бумаг: принцип взаимного признания в сочетании с гармонизацией базовых норм, который далее был развит в режим непараллельного регулирования; принцип распределения основной функции контроля над

процедурами на объединенном европейском рынке между государствами, в которых учреждены юридические лица; принцип обязательного раскрытия информации; принцип конкуренции регулирования. Указанные принципы, представляют особый интерес в контексте создания в Москве Международного финансового центра, а также унификации процедуры эмиссии вследствие глобализации фондовых рынков;

7. Выявлены основные тенденции по сближению правового регулирования ценных бумаг в мире: признание общепринятыми стандартами по раскрытию информации при допуске к торгам и публичному предложению (IOSCO), признание принципов бухгалтерского учета (US GAAP) и международных стандартов бухгалтерского учета (International Accounting Standards); признание проспекта, одобренного уполномоченным государственным органом иностранного государства действительным на территории иного государства в соответствии с заключенными международными договорами (Франция-Израиль, США-Канада, Нидерланды-США), признание стандартов раскрытия информации эквивалентными между США, ЕС, Канадой и Японией, а также введение процедуры единого европейского паспорта и тенденция по усилению полномочий бирж по регулированию рынка ценных бумаг. Указанные выше тенденции также должны найти свое отражение в российском правовом регулировании ценных бумаг для привлечения инвестиций и реализации проекта по созданию международного финансового центра в Москве, кроме того, процедура единого европейского паспорта может быть по аналогии использована на территории стран СНГ.
8. Автор диссертационного исследования считает необходимым введение в российское правовое регулирование эмиссии ценных бумаг «принципа конкуренции регулирования», нашедшего закрепление в регулировании рынка ценных бумаг в зарубежных правовых порядках (ЕС, США), с целью предоставления альтернативных вариантов процедуры эмиссии и

требований по раскрытию информации, а следовательно, и предоставления эмитенту выбора наиболее подходящего для него варианта регулирования в зависимости от способа, объема привлекаемых инвестиций и круга потенциальных инвесторов.

Теоретическая и практическая значимость исследования заключается в том, что анализ и выводы, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы при дальнейшем изучении различных институтов гражданского права, в том числе в теоретических разработках по проблематике ценных бумаг; в правотворческой деятельности, а также в судебной и иной правоприменительной практике; при проведении занятий по курсу гражданского права, курсу международного частного права, а также специальному курсу, посвященному рынку ценных бумаг.

На основе сделанных в диссертации теоретических выводов, автор разработал ряд предложений по внесению изменений в российское законодательство. Автором выработаны предложения по совершенствованию процедуры эмиссии ценных бумаг в Российской Федерации с учетом передового практического и теоретического международного опыта, а также с учетом тенденций по глобализации регулирования выпуска ценных бумаг (гармонизации правового регулирования между ЕС и США и унификацией европейского законодательства):

1) предлагается изменить процедуру эмиссии ценных бумаг путем объединения первых двух этапов эмиссии - принятия решения на общем собрании акционеров о размещении эмиссионных ценных бумаг и утверждения решения о выпуске ценных бумаг советом директоров, на основании обоснованного в диссертации тезиса о формировании воли юридического лица. Для этого необходимо внести изменения в статьи 17, 19 Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (ред. от 29.12.2012)//СЗ РФ №17, 22.04.1996, ст. 1918; пункт 2.3.1. приказа ФСФР от 25.01.2007 № 07-4/пз-н «Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»;

2) предлагается также сократить процедуру эмиссии ценных бумаг за счет исключения из эмиссионного состава публично-правового элемента -

государственной регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг и разрешения обращения ценных бумаг сразу после государственной регистрации выпуска ценных бумаг. Для этого необходимо внести изменения в статьи 19, 25, 26, 27.6 Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (ред. от 29.12.2012)//СЗ РФ №17, 22.04.1996, ст. 1918;

3) автором диссертации сделано предложение наделить фондовую биржу в Российской Федерации правом в рамках процедуры листинга регулировать раскрытие информации для публичного обращения ценных бумаг, эмиссия которых не сопровождалась регистрацией проспекта. Это введение упростит и удешевит процедуру эмиссии, так как это позволит избежать дополнительных издержек двойного регулирования, раскрытия информации в соответствии с требованиями законодательства и правилами допуска к участию в торгах биржи. С этой целью необходимо внести изменения в статьи 14, 27.6, 30 Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (ред. от 29.12.2012)//СЗ РФ №17, 22.04.1996, ст. 1918.

Апробация результатов исследования. Диссертация подготовлена в секторе гражданского права, гражданского и арбитражного процесса Федерального государственного бюджетного учреждения науки Института государства и права Российской академии наук (ИГП РАН). По теме диссертации был сделан ряд научных докладов, в том числе в Венском университете на тему: «Регулирование первичного публичного размещения в России», по результатам которого была опубликована статья в международном сборнике по сравнительному правоведению⁵. Также был сделан доклад на тему: «Эмиссия ценных бумаг по российскому гражданскому праву: проблемы и перспективы» на конференции в Институте Макса Планка по сравнительному и международному частному праву, Гамбург, (Max-Planck Institute for Comparative and International Private Law, Hamburg), презентация доклада опубликована на сайте института http://www.mpipriv.de/files/pdf4/20120907_praesentationgus_galkova1.pdf

⁵ Galkova E. "Regulation of Initial Public Offerings (IPO) in Russian Private Law: an overview" (Регулирование первичного публичного размещения в России: обзор.) Interdisciplinary Studies of Comparative and Private International Law" Vol. II, Jan Sramek Publishers, 2011.

Основные положения, выводы и рекомендации, содержащиеся в диссертации, опубликованы в научных статьях⁶. Работа обсуждена на заседании сектора по гражданскому праву, гражданскому и арбитражному процессу ИГП РАН.

Структура работы. Структура работы задана поставленными задачами. Диссертационное исследование состоит из введения, двух глав, распадающихся на девять параграфов, заключения и библиографического списка. Первая глава посвящена правовой природе эмиссии ценных бумаг: юридическому понятию и общей характеристике эмиссии ценных бумаг, юридической сделке как элементу эмиссионного состава, нарушениям при эмиссии ценных бумаг и их правовым последствиям. Во второй главе сделан сравнительно-правовой анализ процедуры эмиссии ценных бумаг, используемый в зарубежных правовых порядках при наложении на конструкцию (этапы) эмиссии ценных бумаг в российском праве.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обосновывается актуальность темы исследования и показывается степень ее разработанности, формулируются цель и отдельные задачи исследования, описывается структура работы, определяется методология исследования, обосновывается репрезентативность выбора зарубежных стран для проведения анализа, затем демонстрируется его научная новизна и выдвигаются основные положения, выносимые на защиту, обосновывается теоретическая и практическая значимость проведенного исследования, предлагаются рекомендации по использованию полученных научных выводов и указывается, каким образом апробировались результаты исследования.

⁶ Галкова Е.В. “Правовое регулирование эмиссии ценных бумаг в свете развития и унификации европейского законодательства”//Юридический мир № 4 2012. Она же. “Эмиссия ценных бумаг по законодательству Европейского союза” // Законодательство № 7 2012. Она же. “Особенности эмиссии ценных бумаг по законодательству Великобритании”//Закон № 11 (ноябрь) 2012. Она же. “Принятие корпоративного решения о выпуске ценных бумаг как обязательный элемент эмиссионного состава: сравнительно-правовой аспект”// Труды института государства и права РАН, “Статьи аспирантов и стажеров института государства и права” выпуск № 2/ 2013.

Первая глава "Правовая природа эмиссии ценных бумаг и характеристика ее структуры" включает четыре параграфа. *В первом параграфе* "Юридическое понятие и общая характеристика эмиссии ценных бумаг, структура эмиссионного состава" показываются основные теоретические подходы и точки зрения в теории гражданского права к определению понятия эмиссии и ее структуры. Предложено авторское определение эмиссии ценных бумаг: "эмиссия ценных бумаг - установленная законодательством процедура последовательных действий эмитента и государственных органов, направленных на создание и выпуск в обращение ценных бумаг, как объектов гражданских прав". Автор анализирует эмиссию ценных бумаг с точки зрения теории юридических фактов. Рассмотрены основные точки зрения в науке гражданского права на правовую природу эмиссии ценных бумаг (эмиссия - сложный юридический процесс, приводящий к возникновению новых объектов гражданских правоотношений; юридический состав (особый юридический состав, корпоративный юридический состав); каждый из этапов эмиссии рассматривается как отдельное правоотношение (совокупность правоотношений); иной (особый) юридический факт; односторонняя сделка. Поскольку сама сделка тождественна волеизъявлению только в самых простых случаях (доверенность, односторонний отказ от договора), то на основе анализа судебной практики⁷ можно сделать вывод, что эмиссия является единой сделкой со сложным составом, осложненным публично-правовыми элементами, которая включает в себя элементы фактического состава, необходимые для ее возникновения. Однако, юридические факты, входящие в состав эмиссии, могут самостоятельно оспариваться, следовательно являются отдельными юридическими фактами, которые объединены в сложный фактический состав. Исходя из требований к структуре эмиссионного состава, недопустима перемена его отдельных элементов, что соответствует квалификации эмиссии как сложного фактического состава (юридического факта). Согласно законодательному регулированию в России, в юридический состав эмиссии входят: решение о

⁷Постановление Президиума ВАС РФ от 26.04.2002 N 7082/01 по делу N А40-4006/01-35-60 дело по иску о применении последствий недействительности ничтожных сделок.

Решение Верховного Суда РФ от 27.02.2001 N ГКПИ2001-51 «О признании недействительным первого предложения п. Положения о порядке возврата владельцам ценных бумаг денежных средств (иного имущества), полученных эмитентом в счет оплаты ценных бумаг, выпуск которых признан несостоявшимся или недействительным, утв. Постановлением ФКЦБ России от 08.09.1998 N 36».

проведении эмиссии ценных бумаг (сделка), регистрация выпуска ценных бумаг (административный акт), совокупность сделок по размещению ценных бумаг, регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг (административный акт).

Во втором параграфе "Соотношение публично-правовых и частноправовых элементов в правовом механизме эмиссии ценных бумаг" рассматриваются различные подходы к правовому регулированию рынка ценных бумаг. Выделяется три основные концепции регулирования конфликта между интересами «инсайдеров компании» и «рынком»: стратегия обязательного раскрытия информации,⁸ стратегия управления или попечительства, или стратегия присоединения. Применяемая законодательством форма регулирования рынка ценных бумаг может складываться из сочетания этих стратегий. Хотя можно найти аргументы как в пользу, так и против концепции обязательного раскрытия информации, все же большинство теоретиков и практиков восприняли позицию, что концепция раскрытия информации является ключевой в корпоративном праве и регулировании финансового рынка. Поэтому процедура эмиссии ценных бумаг включает обязательное требование по раскрытию информации в проспекте эмиссии, а затем в периодическом раскрытии информации. Наряду с обязательными требованиями по раскрытию информации некоторые юрисдикции разрабатывают несколько вариантов регулирования публичного предложения и допуска ценных бумаг к торгам на регулируемом рынке в зависимости от размера капитализации компании, объема выпускаемых ценных бумаг и цены предложения, предоставляя, таким образом, право выбора эмитенту наиболее подходящего для него режима регулирования, в этом случае можно усмотреть в публично-правовом регулировании элементы, характерные для частноправового регулирования правоотношений: волеизъявление субъекта правоотношения.

⁸ См.: *Coffe J.C.* Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System//*Virginia Law Review*. 70. 1984. P.717. *Easterbrook F.H., Fischel D.R.* Mandatory Disclosure and the Protection of Investors//*Virginia Law Review*. 70. 1984. P. 669; *Fox M.B.* Retaining Mandatory Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment.//*Virginia Law Review*. 85. 1999. P. 1335.

Romano R. Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation//*Yale Law Journal*.107.1998. P.2359. *Ferrell.* The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World// *Brooklyn Journal of Corporate Financial and Commercial Law*. 2. 2007. P. 81. *Thompson Robert T.* Securities Regulation in an Electronic Age: The Impact of Cognitive Psychology// *Washington University Law*, 75. 1997. P. 779.

В третьем параграфе "Принципы унификации и гармонизации процедуры эмиссии ценных бумаг" рассматриваются общие принципы унификации и гармонизации европейского законодательства по регулированию эмиссии ценных бумаг. Рассматривается гипотеза П.А. ван дер Ши,⁹ что защита инвесторов и регулирование рынка в Соединенных штатах Америки (США) (англо-американская правовая модель) и в Евросоюзе сходятся после имплементации *Плана по предоставлению финансовых услуг (Financial Services Action Plan (1999))*¹⁰, который был представлен, как очень близкий американскому. Кроме того, в определенной степени, схож с Комиссией по ценным бумагам и биржам в США (the United Securities and Exchange Commission) государственный орган по регулированию ценными бумагами, учрежденный для ЕС¹¹. Так, Эрик Дж. Пан полагает, что до учреждения Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) в 1934 г. рынок ценных бумаг США был очень похож на европейский. Каждый штат имел свои законы по регулированию ценных бумаг, так называемые законы «*blue sky*». Гармонизация норм ЕС и США по регулированию ценных бумаг и ее влияние на развитие единого рынка ЕС демонстрируются на взаимодействии принципа обязательного регулирования и конкурентного регулирования. Страны ЕС, в том числе и Великобритания, унифицировали требования законодательства в отношении выпуска и обращения ценных бумаг в соответствии с принятыми европейскими директивами, поэтому можно говорить в целом о сближении романо-германской и англо-американской моделей регулирования рынка ценных бумаг.

В четвертом параграфе "Правовые последствия нарушений при осуществлении процедуры эмиссии ценных бумаг" на основе сравнительно-правового метода рассматривается, какие факты можно признать недействительными в эмиссионном составе, возможно ли признание эмиссии недействительной и недействительность каких юридических фактов и на каком этапе эмиссии влечет недействительность всей эмиссии.

⁹ (P.A. van der Shee's hypothesis) Shee P.A. van der. Editorial preface. Op. cit. P. 5.

¹⁰См. также Pan Eric J. Harmonisation of US-EU Securities Regulation: the case for a single European Securities Regulator.// Law & Policy in international business 34. 2002-2003, P. 499.

¹¹ Shee P.A. van der. Editorial preface. Op. cit. P. 5.

Глава вторая "Процедура эмиссии ценных бумаг (сравнительно-правовой анализ континентальной и англо-американской моделей регулирования)" состоит из пяти параграфов, которые в целом соответствуют этапам эмиссии ценных бумаг в российском законодательстве. **В первом параграфе** "Принятие решения о размещении ценных бумаг, виды предложений ценных бумаг" характеризуется, каким образом в различных зарубежных правовых порядках принимается корпоративное решение о размещении (выпуске) ценных бумаг и какой орган юридического лица наделен такими полномочиями. Так, в Германии, Франции, Нидерландах, ЕС этот вопрос отнесен к компетенции общего собрания акционеров, в Великобритании - к компетенции директора компании, в США - совета директоров с правом общего собрания акционеров ратифицировать принятое решение. Также проводится сравнительный анализ правового регулирования публичного предложения в зарубежных правовых порядках и понятий «публичное размещение» и «публичное обращение» ценных бумаг в России. Рассматривается принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг с точки зрения теории юридических фактов и сделан вывод о том, что указанное решение является юридической сделкой, особенность которой предопределена особенностью волеобразования и волеизъявления. **Во втором параграфе** "Утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг" представлены различные модели принятия корпоративного решения о выпуске ценных бумаг, многие из которых (Германия, Франция, Нидерланды, ЕС) не содержат требования об утверждении решения о выпуске ценных бумаг. В то же время, если полномочие о принятии решения о выпуске ценных бумаг было передано от одного органа юридического лица к другому, такое одобрение должно быть получено (в частности, в Нидерландах - от наблюдательного совета). В некоторых правовых порядках существует право контроля общего собрания акционеров над решениями директора компании по размещению ценных бумаг (Великобритания). В США, хотя и нет законодательного требования об утверждении решения, но это требование о необходимости предварительного (до выпуска ценных бумаг) одобрения общим собранием акционеров решения совета директоров о выпуске новых акций предусмотрено в Правилах Нью-йоркской фондовой биржи (NYSE) в разделе 3 «Корпоративная ответственность». Проводя

анализ процедуры эмиссии ценных бумаг в России, можно прийти к выводу об избыточности некоторых ее элементов. Так, полагаем, что два этапа эмиссии, объединенных фактически одной целью - формирование воли субъекта гражданского права - юридического лица (посредством принятия органами юридического лица решения об эмиссии ценных бумаг) кажутся избыточными и с точки зрения экономических издержек (затраты на подготовку и проведение дополнительного этапа эмиссии, оплата труда персонала), не оправданными. На основании изложенного, представляется экономически более целесообразным изменить порядок этапов в принятии эмитентом решения о проведении эмиссии, объединив их соответственно в один этап процедуры эмиссии. Первым должно быть принятие решения советом директоров о размещении ценных бумаг (более корректное название этапа эмиссии, на взгляд автора - «о проведении эмиссии ценных бумаг»). А вторым должно быть утверждение (одобрение) общим собранием акционеров принятого советом директоров решения. Поскольку в соответствии с пунктом 2.3.1. приказа ФСФР от 25.01.2007 № 07-4/пз-н «Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг утверждается на основании и в соответствии с решением об их размещении, то фактически решение совета директоров лишь подтверждает решение общего собрания акционеров и по существу не может менять решение общего собрания акционеров. Следовательно, можно сделать вывод, что волеобразование заканчивается в момент принятия решения советом директоров о размещении ценных бумаг, а волеизъявление начинается сразу после принятия решения общим собранием акционеров. Предлагаемый автором порядок принятия решения о проведении эмиссии ценных бумаг позволит реализовать определенную функцию контроля общего собрания акционеров над советом директоров (как высшего органа управления обществом) для исключения возможных злоупотреблений совета директоров при выпуске ценных бумаг. Кроме того, такой порядок принятия решения существенно упростит и процедуру эмиссии (сократив ее состав) и порядок принятия решения, сократив временные и экономические издержки (включающие затраты на подготовку соответствующих документов, оплаты заработной платы персоналу). ***В третьем***

параграфе "Государственная регистрация выпуска эмиссионных ценных бумаг. Составление и регистрация проспекта эмиссии" рассматриваются особенности национальных законодательств по государственной регистрации выпуска и составлению проспекта эмиссии. Регулирование посредством раскрытия информации, широко используемое в законах по регулированию рынка ценных бумаг, предоставляет государственному органу полномочие проследить «добротность» предложений ценных бумаг и предотвратить недостойные (не имеющие никакой ценности) предложения¹². Нужно отметить, что эти требования были в наиболее значительной своей части унифицированы европейскими директивами. Предусмотрены следующие процедуры государственной регистрации проспекта эмиссии: одобрение проекта проспекта эмиссии (Германия, Франция, Нидерланды, Великобритания, ЕС) и постановление компетентного органа о вступлении в юридическую силу регистрационного заявления (проспекта) в США, государственная регистрация выпуска ценных бумаг и государственная регистрация проспекта эмиссии в России. Здесь можно отметить избыточность публично-правовых элементов в структуре эмиссии, предусмотренной российским законодательством, поскольку дополнительно предусмотрена государственная регистрация самого выпуска, в то время, как зарубежные правовые порядки указывают лишь на необходимость "одобрения" проспекта государственным органом или вообще констатируют "вступление его в юридическую силу". В рамках параграфа диссертационного исследования также рассмотрена система единого европейского паспорта эмиссии - форма правовой интеграции, позволяющая беспрепятственное проведение первичного публичного размещения на территории всего ЕС. Принимающее государство — член ЕС не может предъявлять дополнительные требования относительно раскрытия информации или иные требования, включая требования к переводу¹³. Также в европейской модели признания стандартов третьих стран эквивалентными можно увидеть тенденцию к международной унификации и гармонизации норм о выпуске и обращении ценных бумаг и ее непосредственную практическую реализацию. **Параграф четвертый** "Размещение эмиссионных

¹²Soderquist L.D., Gabaldon T.A. Securities regulation. 6th ed. Foundation Press. NY, 2006. С. 2.

¹³Moloney N. Op. cit. P. 114.

ценных бумаг" посвящен различным способам размещения ценных бумаг. Рассматривается вопрос о природе различных договоров, используемых в ходе размещения ценных бумаг в различных правовых порядках. На основе сравнительно-правового анализа можно сделать вывод, что различается момент размещения ценных бумаг в ходе эмиссии в странах континентального и общего права. Так, в странах континентального права подписка на акции начинается сразу после одобрения проспекта эмиссии (Германия, Франция, Нидерланды). В странах общего права, размещение ценных бумаг происходит до государственного одобрения проспекта эмиссии. В Великобритании акции считаются размещенными, когда совет директоров принимает соответствующее решение, хотя эти акции еще фактически не выпущены. Акционеры получают временное право собственности на незарегистрированные акции. В случае, если планируется допуск ценных бумаг к торгам, то размещение ценных бумаг, в этом случае, будет под условием, что ценные бумаги будут допущены к торгам. В США формально размещение ценных бумаг проходит до вступления в силу регистрационного заявления, поскольку на практике в этот период делаются предложения (оферты) под условием, что они не могут быть акцептованы, пока регистрационное заявление не вступит в силу, затем собираются ответы на них «проявление интереса» (*indications of interest*), которые превращаются в договоры купли-продажи сразу после вступления в силу регистрационного заявления¹⁴. В России размещение ценных бумаг возможно только после государственной регистрации выпуска и государственной регистрации проспекта эмиссии, что, можно сказать, в целом характерно для стран, относящихся к континентальной правовой модели. Однако, в рассматриваемых в рамках работы зарубежных странах обращение ценных бумаг возможно уже после государственной регистрации проспекта (вступления в силу регистрационного заявления), в то время как в России обращение возможно лишь после государственной регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг. Представляется необоснованным с точки зрения целесообразности данных экономических затрат (включающих государственную пошлину, затраты на подготовку соответствующих документов, оплаты заработной платы персоналу) и временных затрат дополнительное "разрешение

¹⁴Soderquist L.D., Gabaldon T.A. Securities regulation. 6th ed. Foundation Press, NY, 2006. С.58.

государственного органа" на оборот новых объектов гражданских прав - ценных бумаг.

Как доказывается в пятом параграфе "Представление эмитентом отчета (уведомления) об итогах выпуска" этот юридический факт, а именно, акт государственного органа является избыточным в структуре эмиссии ценных бумаг в России. Предоставляемые инвесторам способы защиты не различаются до и после государственной регистрации отчета. С точки зрения объема предоставляемых прав до государственной регистрации отчета инвесторы получают право на ценные бумаги, а после государственной регистрации получают возможность распоряжаться правом. То есть можно сделать вывод, что законодателем установлено ограничение гражданских прав до государственной регистрации отчета. Ограничение установлено не в интересах инвестора, поскольку их права ограничены; ограничение установлено и не в интересах эмитента, поскольку его права уже реализованы к этому моменту. Иных лиц в рассматриваемом правоотношении нет. Если предположить, что ограничение установлено в интересах последующих приобретателей акций (так как имеются ввиду не только участники правоотношения по первоначальному приобретению акций - акционерное общество и первый приобретатель), но и все иные субъекты гражданского права, то в этих целях должен быть установлен определенный механизм реализации защиты прав последующих приобретателей ценных бумаг, как например принцип публичной достоверности или особое право требования. Вероятнее всего, введение публично-правового элемента как государственной регистрации отчета в структуру эмиссии продиктовано публичным интересом по контролю над соблюдением законодательства в ходе размещения ценных бумаг, что, однако, не соответствует основаниям ограничения гражданских прав, указанных в статье 1 ГК РФ. С точки зрения экономических издержек такой публичный элемент в составе эмиссии как решение государственного органа возлагает на эмитента дополнительные экономические издержки, и при этом принятие государственным органом решения не наделяет эмитента или инвесторов дополнительными правами или способами защиты. Придает ли государственная регистрация отчета о выпуске эмиссионных ценных бумаг некоторую публичную достоверность, на которую можно сослаться при

возникновении спора? Публичная достоверность ценной бумаги является выражением принципа ограничения возражений со стороны должника; а также в исключении возражений, основанных на отношениях должника и кого-либо из предшественников добросовестного и надлежащим образом легитимированного держателя бумаги¹⁵. Поскольку оборот ценных бумаг запрещен до государственной регистрации отчета, то, по мнению автора, здесь нельзя говорить и о наделении путем государственной регистрации отчета ценных бумаг признаком публичной достоверности. Было бы нелогично допустить публичную достоверность владельца ценной бумаги по отношению к эмитенту (как к предыдущему владельцу ценной бумаги). Более того, как элемент эмиссии ценных бумаг государственная регистрация отчета о выпуске ценных бумаг не предусмотрен ни в одном рассматриваемом правовом порядке. Наличие дополнительного публично-правового элемента, такого как государственная регистрация отчета об итогах выпуска в структуре эмиссии, закрепленной в российском законодательстве, доказывает еще раз факт избыточности публично-правовых элементов в эмиссионном составе. Само по себе уведомление или направление отчета носит административный характер и направлено на защиту публичных интересов и финансового рынка. Поэтому, по мнению диссертанта, необходимо вывести эту административную процедуру за рамки эмиссионного состава, с тем, чтобы непредставление отчета (уведомления) или представление в ненадлежащий срок не могли повлечь недействительности всей эмиссии, а влекли лишь административную ответственность компании в виде наложения штрафа.

В заключении поводятся итоги выполненного исследования, формулируются основные выводы.

¹⁵ *Габов В.А.* К вопросу о признаках ценной бумаги. Законодательство и экономика, № 2, 1999.

Основное содержание диссертации отражено в следующих публикациях автора.

Статьи, опубликованные в ведущих рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАК для публикации результатов диссертационных исследований:

1. Галкова Е.В. “Правовое регулирование эмиссии ценных бумаг в свете развития и унификации европейского законодательства”//Юридический мир № 4 2012. С. 50-54 (1 п.л.).
2. Галкова Е.В. “Эмиссия ценных бумаг по законодательству Европейского союза” // Законодательство № 7 2012. С. 68-78 (1,01 п.л.).
3. Галкова Е.В. “Особенности эмиссии ценных бумаг по законодательству Великобритании”//Закон № 11 (ноябрь) 2012. С. 182-196 (0,83 п.л.).
4. Галкова Е.В. “Принятие корпоративного решения о выпуске ценных бумаг как обязательный элемент эмиссионного состава: сравнительно-правовой аспект”// Труды института государства и права РАН, “Статьи аспирантов и стажеров института государства и права” выпуск № 2/ 2013. С. 123-138 (0,6 п.л.).

Статьи, опубликованные в иных сборниках и журналах по теме диссертационного исследования:

5. Galkova Ekaterina. “Regulation of Initial Public Offerings (IPO) in Russian Private Law: an overview” (Регулирование первичного публичного размещения в России: обзор.) Interdisciplinary Studies of Comparative and Private International Law” Vol. II, [Jan Sramek Publishers](#), 2011. P. 43-64 (1,25 п.л.).