



А.А. Глущевский

РАЗМЕЩЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ:

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ И ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

УДК 347
ББК 67.404
Г 55

Глушецкий А.А.

Г 55 Размещение ценных бумаг: экономические основы и правовое регулирование. — М.: Статут, 2013. — 621 с.: + 1 CD

ISBN 978-5-8354-0866-5 (в пер.)

Автор анализирует нормы права, регулирующие размещение эмиссионных ценных бумаг (акций), принимая во внимание экономическое содержание происходящих при этом процессов. Настоящее исследование нацелено на разработку единого концептуального подхода к экономической природе и особенностям правового регулирования всех способов размещения акций, применяемых при учреждении, в процессах модификации уставного капитала действующего общества и формирования уставного капитала в рамках реорганизации.

Книга адресована юристам и экономистам, студентам и преподавателям юридических и экономических вузов, всем, кто интересуется смежными вопросами экономики и права.

УДК 347
ББК 67.404

ISBN 978-5-8354-0866-5

© А.А. Глушецкий, 2013
© Издательство «Статут», редподготовка, оформление, 2013

Предисловие

Будучи экономистом по образованию, я более 20 лет занимаюсь прикладными и теоретическими вопросами корпоративного права. В силу профессиональной деятельности как практикующему консультанту и преподавателю мне приходится общаться с экономистами и юристами. Я столкнулся со следующими характерными явлениями.

В экономической среде распространен правовой нигилизм. Экономисты утверждают, что законодательство — это выраженное субъективное мнение определенной группы людей. Всегда ли они обладают достаточными профессиональными знаниями о предмете регулирования — объективных экономических процессах? К сожалению, нередки случаи, мягко говоря, неудачных формулировок правовых норм. То акционерные общества закрытого типа объединяют с товариществами с ограниченной ответственностью и соответственно акции — с долями в уставном капитале товарищества с ограниченной ответственностью¹. То акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью подвергают отдельному регулированию. Экономисты заявляют, что объективные экономические процессы протекают независимо от субъективных норм права. Если долю в уставном капитале ТОО в законе назвали акцией, она от этого не стала ценной бумагой. В Указе Президента ваучеры именуют ценными бумагами, но они от этого не становятся таковыми. Несмотря на то что в Указе Президента конвертация ценных бумаг при реорганизации названа обменом, она не является их меной².

В юридической среде закон воспринимается как непогрешимая истина — как в нем написано, так и есть в реальной действительности. Анализ реальных отношений зачастую подменяется толкованием

¹ Закон РСФСР от 25 декабря 1990 г. № 445-1 «О предприятиях и предпринимательской деятельности». П. 1 ст. 11.

² Указ Президента РФ от 18 августа 1996 г. № 1210 «О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера».

субъективных норм. Например, в Законе предусмотрено увеличение уставного капитала за счет *имущества общества* (п. 5 ст. 28 Федерального закона от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — **ФЗ об АО**)). Несмотря на то что такая хозяйственная операция в принципе невозможна, комментаторы этой нормы изобретают экзотические сделки, когда эмитент оплачивает размещаемые им акции самому себе имуществом, находящимся в его собственности. Иная экзотическая норма этого Закона обязывает лицо, осуществившее отчуждение акций, выдать доверенность на осуществление прав из ценной бумаги ее владельцу (продавец автомобиля выдает доверенность владельцу автомобиля на его вождение) (п. 2 ст. 57 **ФЗ об АО**). Несмотря на очевидную бессмысленность этой конструкции, она оправдывается комментаторами вышеуказанного Закона.

Эта книга адресована юристам и экономистам. Автор попытался проанализировать нормы права, регулирующие размещение эмиссионных ценных бумаг (акций), принимая во внимание экономическое содержание происходящих при этом процессов. Мне бы хотелось, чтобы мои коллеги-юристы, утверждая, что уставный капитал хозяйственного общества — это часть активов общества, сформированная за счет вкладов его участников, задумались над следующими обстоятельствами.

Почему все системы наблюдения хозяйственной жизни фиксируют уставный капитал не в активной, а в пассивной части экономической структуры общества?

Почему выбытие активов, переданных в оплату акций, не ведет к уменьшению уставного капитала, а уменьшение уставного капитала в подавляющем большинстве случаев не ведет к оттоку активов?

Как быть в случае, когда у общества, созданного в результате реорганизации другого юридического лица, уставный капитал есть, а его участники никаких вкладов в его имущество не делали?

В значительном числе случаев уставный капитал акционерного общества формируется без взносов акционеров в активы общества. Как он может в этих случаях обеспечивать права кредиторов?

Почему манипуляции с экономически бессодержательным реквизитом акции — ее номинальной стоимостью — создают угрозу правам кредиторов в отношении общества и требуют их дополнительной защиты?

На чем основываются категорические суждения о том, что размещение акций всегда должно иметь возмездный характер? Корпоративная практика демонстрирует значительное число способов размещения

акций, при которых их приобретатели не передают эмитенту за них встречного предоставления.

Мне хотелось, чтобы некоторые юридические стереотипы были бы пересмотрены с учетом анализа реальных процессов, происходящих при размещении акций.

С другой стороны, я хотел обратить внимание своих коллег-экономистов на следующее обстоятельство. Нет более эффективного механизма регулирования общественных отношений, в том числе и экономических, чем качественные нормы права. Неудачи в формулировании отдельных положений не могут служить основанием для отрицания права как механизма регулирования общественных отношений. Нельзя понять смысл происходящих экономических процессов, абстрагируясь от их правовой формы (любой прием экономистов-«теоретиков»).

Общим признаком работ, посвященных эмиссиям, является то, что из всего массива эмиссионных процессов берется его незначительная часть и на основе ее анализа делаются обобщения относительно природы всех способов размещения акций. В качестве предмета анализа, как правило, выступают эмиссии, которые преследуют цель привлечения капитала (возмездные способы размещения акций). Исследуется размещение акций при учреждении акционерного общества и дополнительных акций по подписке. Иногда предмет исследования ограничивается вариантом эмиссии в виде IPO, ориентированным на масштабное привлечение капитала. На основе анализа этой части эмиссионного процесса делаются обобщения относительно природы всех способов размещения.

Между тем современный эмиссионный процесс существенно шире: он включает не только эмиссии, ориентированные на привлечение капитала, но и значительную часть тех, которые преследуют иные цели. В диссертационном исследовании, на основании которого написана данная монография, реализуется задача комплексного анализа всех существующих способов размещения эмиссионных ценных бумаг (акций). Эмиссионный процесс рассматривается в трех аспектах. (1) Эмиссии, направленные на привлечение капитала. (2) Эмиссии, направленные на перераспределение корпоративных прав акционеров (борьба за корпоративный контроль). (3) Эмиссии, обеспечивающие многообразное структурирование активов, обязательств, собственного капитала и состава участников обществ посредством различных форм их реорганизации. Это позволяет выработать единый концептуальный

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие.....	3
РАЗДЕЛ I. Уставный капитал и способы размещения эмиссионных ценных бумаг (акций)	
Глава 1. Природа уставного капитала и его функции	8
§ 1. Несколько взглядов на одно явление	8
§ 2. Экономическое содержание способов размещения эмиссионных ценных бумаг (акций)	17
§ 3. Функциональное назначение и правовая форма способов размещения эмиссионных ценных бумаг (акций).....	29
§ 4. Природа и функции номинальной стоимости акции	33
Глава 2. Номинальная концепция уставного капитала и защита прав кредиторов.....	49
§ 1. Чистые активы и уставный капитал.....	49
§ 2. Альтернативные способы регулирования размеров чистых активов	59
§ 3. Разумные полумеры.....	65
§ 4. Требования к минимальному размеру уставного капитала и формам оплаты размещаемых акций	71
Глава 3. Способы, основания, мотивы и цели уменьшения уставного капитала.....	78
§ 1. Уменьшение реального размера уставного капитала	79
§ 2. Уменьшение номинального размера уставного капитала.....	84
§ 3. Основания, мотивы и цели уменьшения уставного капитала.....	85
§ 4. Уменьшение уставного капитала и защита прав кредиторов – искусственная проблема	90
Глава 4. Проблемы, связанные с увеличением уставного капитала	96
§ 1. От наивного либерализма к усилению императивных начал ...	96
§ 2. Императивные и диспозитивные начала регулирования решений об увеличении уставного капитала	99
§ 3. Объявленные акции – историческая традиция и современные функции.....	104

Глава 5. Инвестиционные способы размещения эмиссионных ценных бумаг (акций)	108
§ 1. Понятие «подписка» — история вопроса и современное понимание	109
§ 2. Закрытая подписка	112
§ 3. Открытая подписка	116
§ 4. Особенности формирования существенных условий размещения ценных бумаг (акций) по подписке	121
§ 5. Закрытая подписка как способ перераспределения корпоративных прав	128
§ 6. Проблема защиты интересов «старых» инвесторов при привлечении дополнительных инвестиций	131
§ 7. Распределение акций среди учредителей акционерного общества	137
§ 8. Опцион эмитента и размещение дополнительных акций в исполнение обязательств по нему	149
Глава 6. Оптимизация процессов размещения и обращения акций и ее допустимые пределы	156
§ 1. Дробные акции как элемент уставного капитала	156
§ 2. Конкуренция списков или «расщепление» прав, удостоверяемых ценной бумагой	177
РАЗДЕЛ II. ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ И ЭМИССИОННЫЕ АСПЕКТЫ РЕОРГАНИЗАЦИИ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ	
Глава 7. Природа реорганизации юридических лиц	199
Глава 8. Модели и мотивы реорганизации в форме присоединения	213
Глава 9. Формирование уставного капитала при реорганизации общества в форме присоединения (слияния)	233
Глава 10. Этапы реорганизации акционерного общества в форме присоединения	242
§ 1. Этап I. Заключение договора о присоединении	245
§ 2. Этап II. Принятие решения о реорганизации и информирование третьих лиц о принятом решении	256
§ 3. Обеспечение прав кредиторов	271
§ 4. Этап III. Завершение реорганизации	290
§ 5. Этап IV. Оформление результатов состоявшейся реорганизации	294

Глава 11. Реорганизация акционерного общества в форме выделения (разделения)	297
§ 1. Модели и мотивы реорганизации в форме выделения	297
§ 2. Источники и порядок формирования уставного капитала акционерного общества, созданного в результате реорганизации в форме выделения (разделения)	301
§ 3. Функциональное назначение способов размещения акций при реорганизации в форме выделения	306
§ 4. Специальный механизм защиты интересов акционеров, не поддержавших решение о реорганизации в форме выделения (разделения)	316
§ 5. Особенности эмиссии ценных бумаг при реорганизации в форме выделения	324
§ 6. Организационные особенности проведения реорганизации в форме выделения	328
Глава 12. Конвертация эмиссионных ценных бумаг	343
§ 1. Содержание конвертации и ее виды	343
§ 2. Правовая природа конвертации	348
§ 3. Коэффициенты конвертации и способы их определения	367
§ 4. Порядок конвертации акций при реорганизации и его влияние на структуру уставного капитала общества-правопреемника	397
Глава 13. Договор о присоединении: нюансы теории, детали практики	423
§ 1. Существенные условия договора о присоединении	424
§ 2. Контроль над особо значимыми сделками, совершаемыми в процессе реорганизации	431
§ 3. Заключение и утверждение договора о присоединении	441
Глава 14. Документы, определяющие порядок правопреемства при реорганизации юридических лиц	452
Глава 15. Реорганизация и крупные сделки	469
§ 1. Понятие «крупная сделка» и передача объектов гражданских прав и обязательств в порядке правопреемства	469
§ 2. Реорганизация — не сделка, а сложный юридический состав	473
Глава 16. Выкуп обществом акций по требованию акционеров	481

РАЗДЕЛ III. УЧАСТИЕ В ФОРМИРОВАНИИ ОРГАНОВ ХОЗЯЙСТВЕННОГО ОБЩЕСТВА КАК ФУНКЦИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ	
Глава 17. Кумулятивное голосование	535
§ 1. Кумулятивное голосование как средство восполнения недостатка инвестиционных корпоративных прав при формировании коллегиальных органов хозяйственных обществ	535
§ 2. Понятие количественного состава совета директоров и избрание его членов	549
Глава 18. Отдельные проблемы, возникающие при созыве и проведении общего собрания акционеров	565
§ 1. Каждому органу — свой срок	565
§ 2. Бюллетень для голосования: основания и последствия признания недействительным	571
Библиография	587

Научное издание

АНДРЕЙ АНАТОЛЬЕВИЧ ГЛУШЕЦКИЙ

**РАЗМЕЩЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ:
ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ
И ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ**

Редактор *А.В. Савкина*

Корректоры *Г.Б. Абудеева, Л.А. Галайко,
Т.Н. Немчинова, В.В. Угланова*

Художественное оформление: *В.В. Самойлова*

Компьютерная верстка: *О.Л. Божьева*

Подписано в печать 04.10.2012. Формат 60×84 ¹/₁₆. Бумага офсетная.
Гарнитура Newton. Печать офсетная. Печ. л. 39. Усл. печ. л. 36,27. Тираж 1000
Заказ №

Издательство «Статут»:

119454, г. Москва, ул. Лобачевского, д. 92, корп. 2;

тел./факс: +7 (495) 649-18-06

E-mail: book@estatut.ru

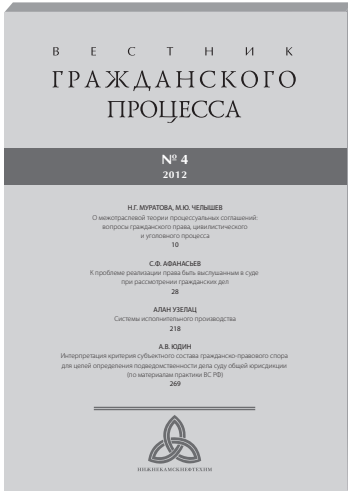
www.estatut.ru

ISBN 978-5-8354-0866-5



ГРАЖДАНСКОГО ПРОЦЕССА

www.vgpr.ru



ОСНОВНЫЕ РУБРИКИ ЖУРНАЛА:

- ПРОБЛЕМЫ ГРАЖДАНСКОГО ПРОЦЕССА
- ГРАЖДАНСКИЙ ПРОЦЕСС В КОММЕНТАРИЯХ
- ИСТОРИЯ ГРАЖДАНСКОГО ПРОЦЕССА
- ИНОСТРАННЫЙ ГРАЖДАНСКИЙ ПРОЦЕСС
- ТРИБУНА МОЛОДОГО УЧЕНОГО
- СУДЕБНАЯ ВЛАСТЬ И ПРАКТИКА
- КРИТИКА И РЕЦЕНЗИИ
- PERSONALIA

Главный редактор Д.Х. Валеев

ПЕРИОДИЧНОСТЬ ИЗДАНИЯ — 6 НОМЕРОВ в год

Стоимость редакционной подписки на 2013 год:
 годовая (6 номеров) – 2 700 руб.
 полугодовая (3 номера) – 1 500 руб.

Оформить подписку можно на сайте www.vgpr.ru или по телефону +7 (495) 649-18-06

Подписные индексы на 2013 год:

- Объединенный каталог «Пресса России» – 90988
- Каталог «Роспечать» – 85014
- Каталог российской прессы «Почта России» – 10224
- Каталог «Интер-Почта» – тел. (495) 788-00-60
- Каталог «Урал-Пресс» – тел. (495) 961-23-62.

Для получения бесплатного пилотного номера достаточно оставить в редакции свои данные и адрес доставки. Также Вы можете ознакомиться с его электронной версией, зарегистрировавшись на сайте журнала.

Приобрести номера журналов Вы можете в редакции по адресу:
 Москва, ул. Лобачевского, д. 92, корп. 2,
 тел./факс + 7 (495) 649-18-06; www.vgpr.ru; e-mail: vgpr@vgpr.ru

«ВЕСТНИК ГРАЖДАНСКОГО ПРАВА»

Вестник гражданского права – это первый и единственный научный журнал, который посвящен обсуждению наиболее значимых проектов в области гражданского права России.

Впервые журнал начал выходить еще в дореволюционной России (1913 – 1917 гг.) и, по мнению самых видных цивилистов того времени, был признан одним из самых авторитетных юридических изданий.

Современный «Вестник гражданского права» содержит анализ наиболее острых вопросов российского и зарубежного гражданского права, в нем широко представлена цивилистическая мысль прошлого – материалы, порой неизвестные современному юристу.

Журнал ставит своей целью развитие цивилистической мысли в России, распространение ее влияния на законотворчество и правоприменение.

ОСНОВНЫЕ РУБРИКИ ЖУРНАЛА:

- ПРОБЛЕМЫ ЧАСТНОГО (ГРАЖДАНСКОГО) ПРАВА
- ГРАЖДАНСКОЕ ПРАВО В КОММЕНТАРИЯХ
- ИНОСТРАННАЯ НАУКА ЧАСТНОГО ПРАВА
- ПОЛИТИКА ПРАВА
- ЦИВИЛИСТИЧЕСКАЯ МЫСЛЬ ПРОШЛОГО
- КРИТИКА И РЕЦЕНЗИИ

Главный редактор Е.А. Суханов

ПЕРИОДИЧНОСТЬ ИЗДАНИЯ — 6 НОМЕРОВ в год

Издание журнала осуществляет ООО «Издательский дом В. Ема»



Стоимость годовой подписки на 2013 г. – 2 700 руб.

Оформить подписку можно на сайте www.mvgp.ru
или по телефону +7 (495) 649-18-06.

Подписные индексы на 2013 год:

Агентство «Роспечать» - 36771, каталог «Почта России» - 24257 (полугодовая),
«Пресса России» - 36978 (полугодовая).

Приобрести номера журналов Вы можете в редакции по адресу:
Москва, ул. Лобачевского, д. 92, корп. 2.

КОНКУРЕНЦИЯ И ПРАВО

WWW.CLJOURNAL.RU

Первый журнал
о праве на конкуренцию
и конкуренции прав

ПОДПИСКА 2013

в любом почтовом отделении



www.cljournal.ru

Пг
СТАТУТ

www.cljournal.ru

ПОДПИСКУ МОЖНО ОФОРМИТЬ В ЛЮБОМ ОТДЕЛЕНИИ ПОЧТЫ:

подписные индексы:

каталог «Роспечать»	80383
каталог «Пресса России»	90925
каталог «Почта России»	15090
каталог «Урал-Пресс»	80383

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ АГЕНТСТВА:

«Урал-Пресс»	тел. +7(495)789-86-36
«Интер-Почта-2003»	тел. +7(495)500-00-60

Вы можете приобрести журнал «Конкуренция и право» в издательстве «СТАТУТ» по адресу:
Москва, ул. Лобачевского, 92, корпус 2, тел. +7 (495) 649-18-06