

ЗАХИСТИТИ ПРАВА ІНВЕТОРІВ (АКЦІОНЕРІВ) НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

С.Н.БАЛІНА

*М*асова приватизація, акціонування підприємств створює проблему, пов'язану з захистом прав акціонерів.

Чинне законодавство України містить здебільшого декларативні статті про захист прав та інтересів інвесторів. Закону прямої дії немає взагалі, окремі аспекти цієї проблеми порушуються лише фрагментарно в різних нормативних актах. Уже завдано великої шкоди багатьом тисячам дрібних інвесторів, які обмануті надокучливою рекламою і які довірили свої кошти трастам - творцям фінансових пірамід. Гострота проблеми захисту прав інвесторів очевидна. Значимість цієї проблеми підтверджується і тим фактом, що від масштабів мобілізації ресурсів на фондовому ринку та поживлення інвестиційних процесів значною мірою залежить фінансова стабілізація економіки в цілому.

Вирішення проблеми захисту прав інвесторів пов'язано з регулюванням відносин між емітентами, інвестиційними інститутами та їх клієнтами.

У зв'язку з цим треба було б прийняти правові акти прямої дії, що регулюватимуть розвиток фондового ринку, перш за все Закон України "Про угоди з цінними паперами", де визначити механізм захисту прав інвесторів, особливо акціонерів.

З метою захисту прав власності акціонерів, і зокрема в аспектах, що стосуються корпоративного управління, необхідно вдосконалити Закон України "Про господарські товариства", передбачивши підвищення ролі акціонерів в управлінні акціонерним товариством і забезпечивши узгодження інтересів власників контрольного пакета акцій, решти акціонерів, правління товариства, спостережної ради, ревізійної комісії.

Закон України "Про господарські товариства" має встановити взаємну звітність і відповідальність цих груп одна перед одною. На сьогодні проблема полягає в тому, що в акціонерних товариствах акціонери як власники відокремлені від процесів контролю і управління. Фактично акціонери позбавлені можливості впливати на

Баліна Світлана Никифорівна - кандидат економічних наук, провідний науковий співробітник Наукового центру Української академії внутрішніх справ, капітан міліції.

управління підприємством, розподіл прибутку покладений виключно на адміністрацію, крім того, адміністрація нерідко протидіє вільній покупці та продажу акцій, відмовляючись реєструвати подібні угоди. Певним гарантом прав інвесторів може виступати спостережна рада акціонерного товариства. Однак у ст.46 Закону України "Про господарські товариства" зазначається: "В акціонерному товаристві може створюватися рада акціонерного товариства (спостережна рада), що здійснює контроль за діяльністю його виконавчого органу". Слово "може" в даному випадку означає, що створення ради не обов'язкове. Варто також встановити певні процедури, спрямовані на захист прав акціонерів: так, наприклад, до спостережної ради акціонерного товариства не можуть входити керівники підприємств, або більшість у ній мають становити особи, які не входять до керівництва товариств.

Вищим органом уже створеного будь-якого акціонерного товариства (АТ) є загальні збори його акціонерів (ст.47 Закону України "Про господарські товариства"). До компетенції саме загальних зборів входить обрання і відкликання керівництва, порядок розподілу прибутків за акціями, внесення змін до статуту тощо. Але ст.47 Закону надає загальним зборам можливість передати частину своїх прав виконавчим органам АТ (правлінню). Не визначена законом і виключна компетенція загальних зборів, тобто перелік повноважень, які передавати не можна. Користуючись цим, у багатьох АТ загальні збори свої повноваження та контрольні функції передають правлінню, а подекуди і одноособово президентові або голові правління (через прийняття правлінням відповідних рішень). Це стає можливим тому, що активність акціонерів поки що досить низька, а голосування відбувається за кількістю акцій (ст.44 Закону). Більш того, у статуті взагалі може бути встановлена мінімальна кількість акцій, що дає право голосу.

За таких умов дрібні акціонери-вкладники фактично втрачають можливість впливати на діяльність свого АТ.

Отже бачимо, що деякі положення чинного законодавства про АТ є недосконалыми і створюють широкі можливості для зловживань і порушень.

Удосконалений Закон України "Про господарські товариства" повинен передбачати і механізм контролю за його дотриманням. Такий контроль буде достатньо ефективним, на порушника закону накладатимуться суворі штрафні санкції.

Крім того, механізм розподілу прибутку, що отримується в результаті діяльності рентабельних підприємств, дозволяє їм на законних підставах здійснювати дискримінацію сторонніх акціонерів, яка виявляється у тому, що рівень нарахованих на їх акції дивідендів штучно занижується. Працівники

підприємств при цьому матеріально не несуть збитків (частка прибутку витрачається на збільшення заробітної плати, оплати соціальних потреб), а от стороннім акціонерам, які не мають цього привілею, завдається прямої шкоди. Адже внаслідок витрати коштів усередині підприємства нарахований їм дивіденд виявляється нижче фактичного розрахункового рівня. Розвитку цієї практики сприяє також і те, що чітко проконтролювати нарахування дивідендів в існуючих умовах дуже важко.

Подібний обман дискредитує саму ідею цінних паперів, тому необхідно (як це зроблено в західних країнах) у законодавчому порядку диференціювати податкові ставки на прибуток, що інвестується і що розподіляється. При цьому податок на прибуток, що розподіляється, встановлюється нижче, ніж той, що стягується з коштів, які йдуть на розвиток виробництва. Механізм захисту інтересів дрібних інвесторів через податкову систему може бути реалізований і у нас. Для цього треба прийняти спеціальний закон.

Права акціонерів порушуються і в процесі конвертації акцій різних категорій. Чинне законодавство не містить обмежень щодо конвертації цінних паперів. Конвертація можлива тільки в тому випадку, якщо завчасно, ще під час випуску акцій, їм надаватиметься ця властивість. Цю властивість повинні мати всі акції однієї категорії одного випуску. Діє правило, що акції однієї категорії в рамках одного випуску дають їх власникам рівні права. Однак у дійсності є спроба заднім числом надати властивість конвертації не всім акціям однієї категорії одного випуску, а тільки їх частині, а також спроба диференціювати властивості акцій залежно від статусу їх власників. Зокрема, наполягають (або здійснюють примусово) на конвертації звичайних акцій у привілейовані акціонерам, які припинили трудові відносини з підприємством.

Брак надійної інформації про емітентів та правила торгівлі цінними паперами став одним із головних факторів, що стримують зростання інвестиційної активності громадян і створюють сприятливе середовище для корисливих зловживань.

Кримінальний кодекс України передбачає (ст. 148) кримінальну відповідальність за незареєстрований випуск, продаж, підробку цінних паперів. Як свідчить оперативна інформація, на фондовому ринку країни широкого розповсюдження набули (крім шахрайства, незаконних валютних операцій) інсайдерські угоди – використання посадовими особами корпорацій (АТ) – інсайдерами – внутрішньої інформації (тобто такої, яка не була оприлюднена для всіх зацікавлених осіб) з метою наживи на ринку цінних паперів. У нашому законодавстві немає чіткого визначення інсайдерських послуг та відповідальності за надання їх. Це завдає значної шкоди інвестору.

Щоб запобігти використанню на шкоду іншим акціонерам інформації, якою можуть володіти директори, керівники, а також акціонери, котрі тримають 10% і більше всіх акцій компанії завдяки їх близькості до емітента, треба передбачити в Законі України "Про цінні папери і фондову біржу", що прибуток, який отримали від купівлі та продажу акцій, вони зобов'язані повернути емітенту протягом шести місяців. Якщо продаж акцій протягом цього періоду завдає збитків їх покупцям, їм також має бути відшкодована шкода.

Завдяки цій нормі закону неможливо буде вдаватися до афер, при яких власники великих пакетів акцій, директори та керівники свідомо йдуть на різке зниження курсу акцій компанії, щоб потім скупити їх за наднизькими цінами.

Чинне законодавство України дозволяє практично всім підприємницьким структурам, зареєстрованим як юридичні особи, випускати ті чи інші цінні папери.

Вимоги про опублікування інформації про випуск ЦП усіма емітентами виконуються (інакше передплата на акції буде не дійсною). У той же час повідомлення про зміни в діяльності емітентів майже не публікуються. Однією із причин цього є відсутність в законодавстві санкцій про невиконання вимог щодо цих публікацій.

Цей факт серйозно погіршує становище акціонерів, бо відповідно до ст.37 Закону України "Про цінні папери та фондову біржу" особа, яка зробила передплату або купила цінні папери до публікації інформації про зміни у господарській діяльності емітента, що впливають на вартість цінних паперів або розмір доходу з них, може протягом 15 діб з моменту публікації цієї інформації розірвати договір в односторонньому порядку. У випадку розірвання угоди емітент повинен на вимогу вказаної особи відшкодувати їй витрати та можливі збитки, пов'язані з передплатою та купівлею цінних паперів.

Тому необхідно, на наш погляд, ввести адміністративну відповідальність за невиконання законодавчих вимог щодо публікацій інформації про зміни в господарській діяльності емітентів.

Закон України "Про цінні папери та фондову біржу" дозволяє об'єднанням підприємств випускати облігації. Однак у цій сфері є значна законодавча прогалина. Закон України "Про підприємства" (ч.2 ст.3) до числа об'єднань підприємств відносить також консорціуми – "тимчасові статутні об'єднання промислового та банківського капіталу для досягнення загальної мети". Не існує ніяких законодавчих заборон для згаданих тимчасових об'єднань випускати облігації зі строком погашення значно більшим, ніж строк, на який створювався сам консорціум. Коли загальна мета досягнута – консорціум ліквідується, а власники облігацій на свої вимоги знаходять відповідь у п.4 ст.3 цього Закону – "об'єднання не

відповідають по зобов'язаннях підприємств, що входять в його склад, а підприємства не відповідають по зобов'язаннях об'єднання, якщо інше не передбачено статутними документами". Така ситуація може завдати значної шкоди інвестору.

Ключовим моментом в русі цінних паперів є передача прав власності на них. Для здійснення цього процесу створюється інститут незалежних реєстраторів, основна діяльність яких - ведення реєстрів акціонерів на комерційній основі.

Як показує досвід Росії, серйозні проблеми пов'язані з реєстроутримувачами. У більшості випадків реєстр акціонерних товариств, що створені в ході приватизації, ведуть юридичні особи (або сам емітент), керівники яких тісно пов'язані з емітентом. Така ситуація породжує цілий ряд зловживань, що негативно позначаються на розвитку ринку цінних паперів. Найбільш типовими з них є:

- безпідставна відмова внести акціонера до реєстру;

- незаконне закриття реєстру, тобто припинення реєстрації змін реєстра акціонерів без причин і, як правило, на невизначений термін;

- самовільна зміна реєстру шляхом довільного скорочення переліку акціонерів за рахунок неугодовних адміністрації емітента власників акцій;

- стягнення плати за реєстрацію, яка багатократно перевищує дійсні витрати;

- використання конфіденційної інформації, яка надходить в результаті ведення реєстру акціонерів, з корисливою метою.

Така ситуація складається через брак контролю з боку держави за діяльністю реєстроутримувачів. Реєстроутримувач є ключовою особою на ринку акцій даної компанії, він володіє нічим не обмеженою монополією і у разі недотримання обмежень, які є в нормативних актах, серйозно порушує права інших учасників ринку.

Проблеми, які пов'язані зі становленням цього інституту в Україні, такі: проблема доступності реєстру, можливого зловживання інформацією, яка міститься в реєстрі, суміщення діяльності реєстратора та брокера;

- відсутність єдиних для всього фондового ринку стандартів ведення реєстрів;

- розробка комп'ютерних програм ведення реєстру та її захист.

Незважаючи на Указ Президента від 2 березня 1996 р. "Про внесення змін і доповнень до Указу Президента України від 5 травня 1994 р. N 247", який створив нормативну базу для роботи незалежних реєстраторів, проблема обліку прав власності на цінні папери залишається відкритою — до упорядкування нормативного депозитарного обліку можливі всілякі зловживання.

Спільним документом Фонду державного майна і Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23 січня 1996 р. № 65/10 затверджене тимчасове положення про порядок та умови видачі свідоцтв реєстратора на право ведення реєстру акціонерів. Але залишилась невирішеною одна проблема. В Законі України "Про господарські товариства" записано, що реєстр акціонерів веде емітент, і ніхто поки що не заборонив цього робити. Таке положення тягне за собою виникнення усіх інших проблем. Володіючи цим правом, тільки емітент може передавати ведення реєстру іншим. Законом повинно бути заборонено емітенту вести реєстри. Закритим акціонерним товариствам взагалі треба заборонити самим вести реєстри, незалежно від кількості акціонерів. Для інших треба ввести якісь обмеження, тому що, якщо акціонерів обмаль, емітенту може й немає сенсу передавати списки комусь іншому. Краще він зекономить на цьому.

Дуже важливо законодавчо визначити мінімальний обсяг інформації, який незалежні реєстратори повинні надати своїм клієнтам, правила внутрішнього та зовнішнього контролю діяльності реєстраторів. Для захисту власників цінних паперів від випадкових або несумлінних дій реєстратора, які можуть позначитись на точності запису в системі ведення реєстру та створити небезпеку для активів емітента та власників цінних паперів, необхідно організувати систему контролю таким чином, щоб різні вимоги одного власника цінних паперів (запити, зміни у запису, передача прав власності) обслуговувались не одним, а різними співробітниками реєстратора. Така диференціація цих функцій поряд з виконанням інших, серед яких ведення офіційного реєстру акціонерів емітента і внесення змін до реєстру тощо, безумовно, впорядкувало б ринок цінних паперів та перекрило б канали для вчинення шахрайських дій.

Крім того, варто додати, що між емітентом та інвестором може бути ще один посередник — номінальний утримувач акцій, який є представником акціонера. Однак його діяльність законодавчо не врегульована.

Номінальний утримувач тримає певну кількість повноважень акціонера, а якась інша частина залишається в акціонера. Утримувач не повинен забирати всі повноваження на себе. Тобто він може представляти інтереси при голосуванні, а не при розподілі майна, дивідендів. Мають бути розподілені функції та повноваження, що треба чітко врегулювати законодавчо, — інакше виникнуть зловживання. Номінальний утримувач може взагалі присвоїти всі права власності акціонерів і узурпувати їх, як це робиться зараз

фінпосередниками. Вони ж мають абсолютно всі права по управлінню, розпорядженню сертифікатами, які вони отримали. По суті, якраз вони повинні бути цими номінальними акціонерами.

Через брак у чинному законодавстві норм, які б регламентували облік і звітність фінансових посередників, особливо бухгалтерський, а також контролю з боку держави за їхньою діяльністю (крім діяльності щодо розміщення приватизаційних паперів), відкрито шлях до всіляких зловживань, у тому числі типу "пірамід".

Для ефективного розв'язання проблеми попередження зловживань на фондовому ринку України треба впорядкувати державне регулювання та контроль на ринку цінних паперів, чітко визначити органи, які здійснюють цей контроль, їхню компетенцію. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку не має достатнього рівня повноважень, оскільки функції регулювання та контролю ринку цінних паперів розподілені між різними міністерствами і відомствами, зокрема Фондом державного майна, Міністерством фінансів, Нацбанком, Антимонопольним комітетом, Комісією Верховної Ради тощо. Безконтрольність учасників фондового ринку та інших небанківських структур, відсутність правового механізму державного регулювання цієї діяльності можуть призвести до повної втрати довіри з боку інвестора до ринку цінних паперів.

Тому, на наш погляд, з метою захисту прав інвесторів (акціонерів) необхідно було б установити загальні для всіх фінансових посередників, відкритих акціонерних товариств, створених в процесі приватизації, банків, фондових бірж правила роботи на фондовому ринку; заборонити ведення офіційного реєстру акціонерів безпосередньо емітентами та доручити ці функції депозитаріям; передбачити обов'язкове створення контролюючої ланки (зараз це необов'язково) в організаційній структурі акціонерного товариства – спостережної ради, склад якої формувався б на 2/3 з числа експертів, що призначалися б Комісією з цінних паперів і фондового ринку, а звіт цієї ради треба публікувати у спеціалізованій пресі; передбачити адміністративну відповідальність за здійснення примусової конвертації акцій різних категорій; чітко розділити кількість повноважень акціонера, яку тримає номінальний утримувач, та кількість повноважень, яка залишається у акціонера; законодавчо визначити мінімальний обсяг інформації, який повинні надавати незалежні реєстратори своїм клієнтам; створити телекомунікаційну систему збору та обробки даних на ринку цінних паперів на всій території України; розробити порядок бухгалтерського обліку операцій фінансових посередників.