Financial Markets International, Inc
U S A I D Capital Markets Consultants in Ukraine
32 Bogdana Khmelnytskogo, Apt 3, Kyiv, Ukraine,Telephone 011 380 44 462 0761 (fax also)/462 0752/224 4640

Memorandum

DATE September, 29, 1998

TO Nancy Gordillo

FROM Alexander Tarabukhin, Oksana Kukuruza,
Mikhael Royko, Volodymyr Pospolitak,
Yulia Shevchuk

RE PFTS Conference "Current and Future Developments of Ukrainian Stock Market"

September 24 - 27 there was PFTS Conference "Current and Future Developments of Ukrainian Stock Market" held in Foros, Crimea The following FMI consultants participated Oksana Kukuruza, Mikhael Royko, Volodymyr Pospolitak, Yulia Shevchuk and Alexander Tarabukhin

There were many meetings and discussions with professional market participants, many of them would like to continue the contacts with FMI consultants in future Presentations of FMI consultants were positively welcome by organisers and the participants

Please, see attached agenda, the presentations and conference memorandum

BEST AVAILABLE COPY

4800 Montgomery Lane Suite 100 Courtyard Entrance Bethesda, Maryland 20814 301/215 7840 Fax 301/215 7838

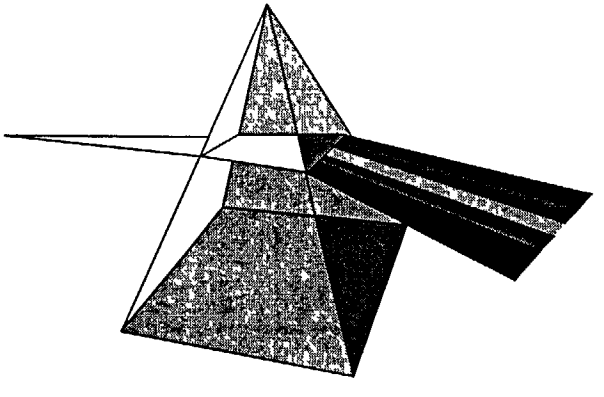
Перспективы кастодиальной деяльности в Украине.

М. Ройко

FMI

План

- Кастодиальная деятельность: перспективы и реалии.
- Номинальный держатель: “ Надежды и разочарования”



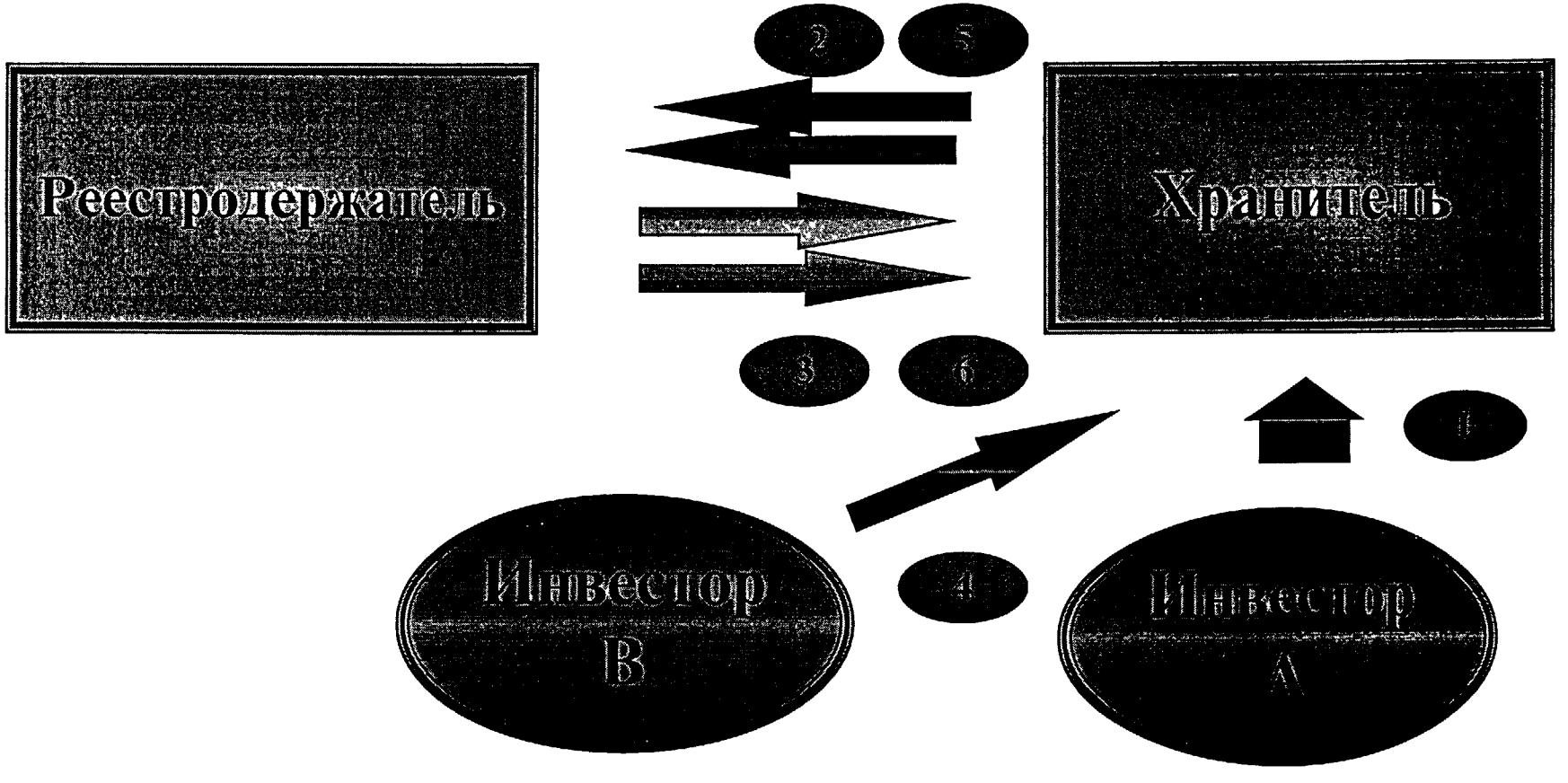
Кастодиальная деятельность хранителя: перспективы

- основные услуги
  - депозитарное хранение;
  - корпоративные действия;
  - расчетные
  - управление [illegible]
  - средствами
- дополнительные услуги
  - кредитование ценными бумагами;
  - отчетность об инвестициях;
  - измерение результативности операций

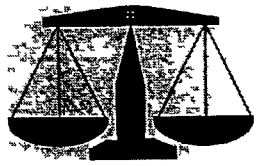
Кастодиальная деятельность хранителя: реалии

- хранение ценных бумаг
- обслуживание обращения ценных бумаг на счетах в ценных бумагах
- обслуживание операций [illegible] по выпущенным им ценным бумагам
- составление учетного реестра счетов собственников ценных бумаг
- обездвиживание ценных бумаг в документарной форме и выполнение функций номинального держателя

Номинальный держатель-хранитель



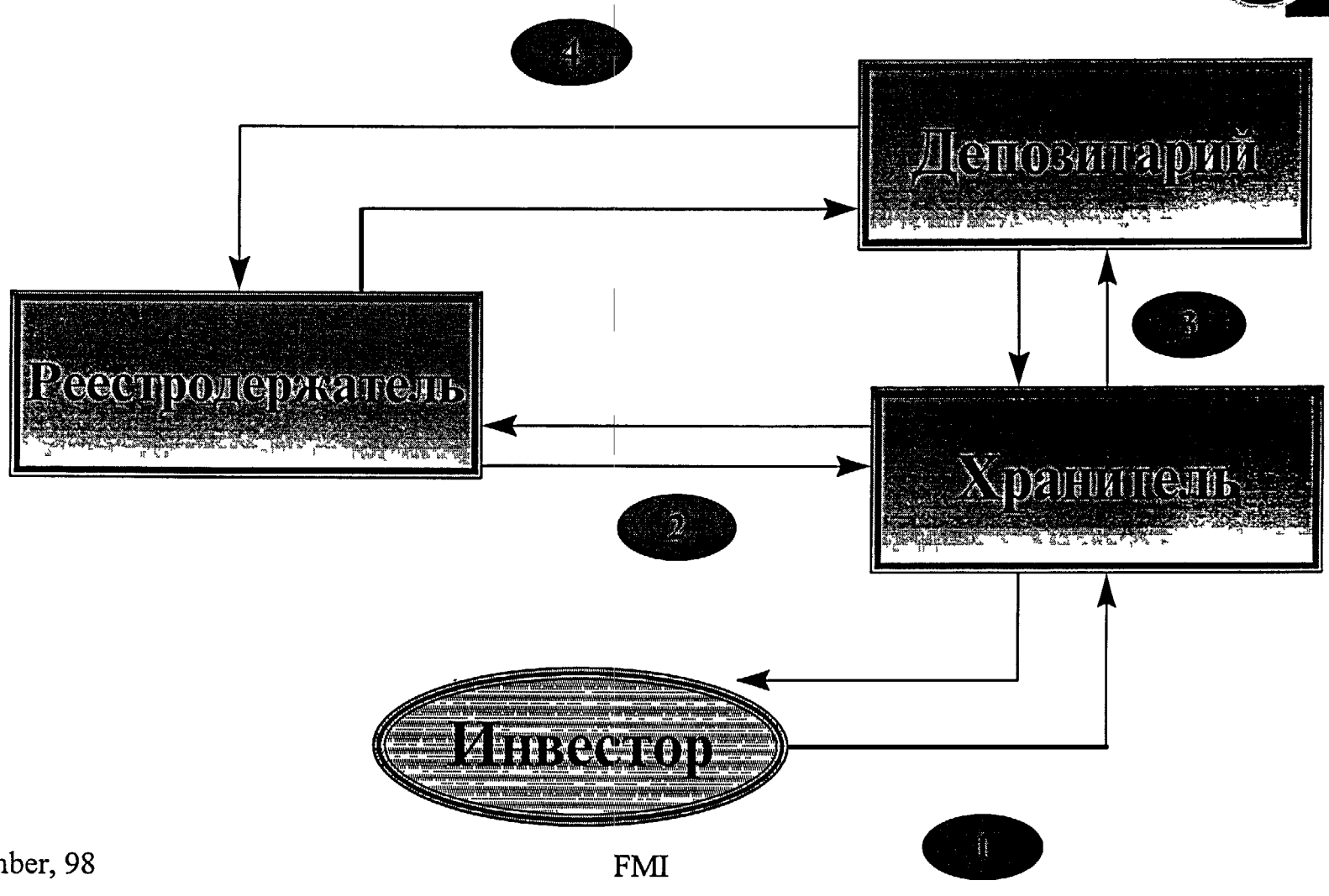
Перемещение именных ЦБ на счет хранителя как номинального держателя



- **<u>Открытие счета номинальному держателю:</u>**
  - **анкета номинального держателя;**
  - **разрешение на депозитарную деятельность хранителя;**
  - **передаточное распоряжение от имени собственника;**
  - **сертификата ценных бумаг;**
  - **договор об открытии счета в ценных бумагах.**

- **<u>Обездвиживание на открытый счет номинального держателя:</u>**
  - **передаточное распоряжение от имени собственника;**
  - **сертификат ценных бумаг собственника;**
  - **договор об открытии счета в ценных бумагах;**
  - **сертификат обездвиженых ЦБ.**

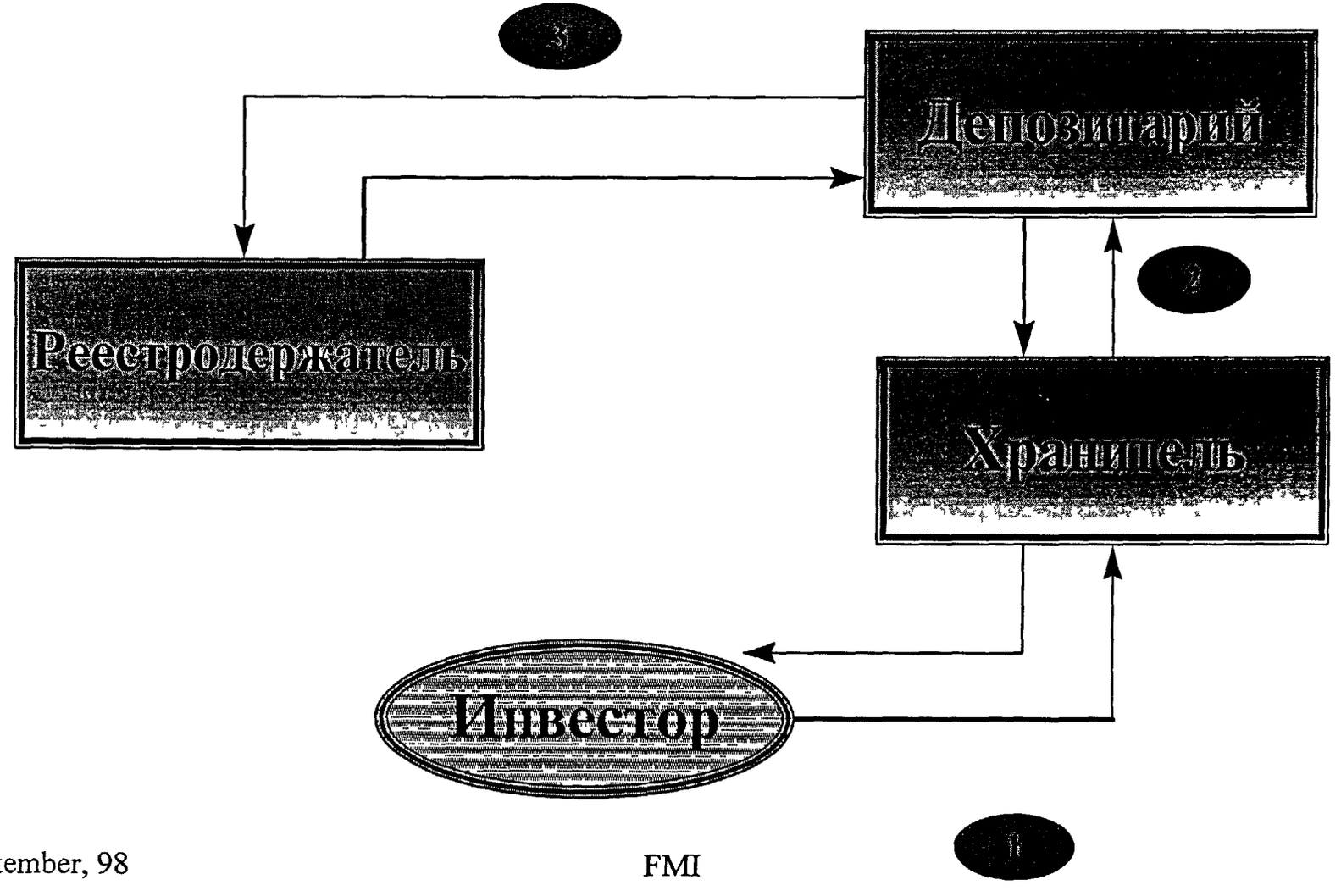
Номинальный держатель -депозитарий
(“двойная перерегистрация”)



Номинальный держатель -депозитарий
(“двойная перерегистрация”)

- передаточное распоряжение от номинального держателя-хранителя;
- сертификат обездвиженых ЦБ у хранителя;
- сертификат обездвиженых ЦБ у депозитария;
- депозитарный договор (если ранее не подавался)

Номинальный держатель - депозитарий (“одна перерегистрация”)



Асоціація ПФТС

24-27 вересня

Конференція

"Стан та перспективи розвитку фондового ринку України"

КРИМ. ФОРОС, 1998

25 вересня

10-00 – 14-00		
	Ірина Заря *Президент ПФТС*	Український ринок цінних паперів тенденції-98
	Олег Мозговий *Голова ДКЦПФР*	Роль державного регулювання щодо запобігання та подолання кризових явищ на фондовому ринку України
	Сергій Москвін *Народний депутат України* *Верховна Рада*	Розвиток законодавчого забезпечення функціонування фондового ринку
	Олексій Ромашко *Член ДКЦПФР*	Сучасний стан фондового ринку тенденції та шляхи подальшого розвитку
	Деніс Копилов *Голова Правління ІНЕКО*	Заходи по взаємодії брокерських компаній з емітентами
	Анатолій Федоренко *Віце-президент КІНТО*	Концепція оподаткування на ринку цінних паперів
	Андрій Алейкін *Price Waterhouse Coopers"*	Роль масової приватизації у формуванні фондового ринку України
	Дмитро Тарабакін, *Трейдер Wood & Company*	Уроки фінансової кризи для українського ринку цінних паперів
14-00 – 15-00	Обід	
15-00 – 16-30	***Артур Білоус*** *Народний депутат України* *Верховна Рада*	Перспективи розвитку українського фондового ринку у світлі політико-партійних інтересів партійних та інших лоббі
	Георгій Берадзе *Завідуючий відділом* *Кабінет Міністрів*	Про заходи Уряду щодо подолання кризових явищ на фінансовому ринку
	Олександр Бойко *Член ДКЦПФР*	Механізми забезпечення розкриття інформації емітентами
	Юлія Шевчук *Юридичний консультант FMI*	Про реформування правового поля діяльності акціонерних товариств в Україні Аналіз законопроекту "Закону "Про акціонерні товариства"
	Олександр Ситухо *Директор юридичного департаменту ПФТС*	Розвиток системи правового захисту членів асоціації ПФТС
16-30 – 16-45	Кава	
16-45 – 18-00		
	Генадій Луковкін *Технічний Директор ПФТС* ***Юлія Клименко*** *Директор-контролер ПФТС*	Новий торговий термінал ПФТС – ***презентація***

	Олександр Чорний *Президент А-Софт*	Новий інформаційно-аналітичний термінал ГФТС – ***презентація***
	Володимир Горб *Голова Правління Славутич-Капітал*	Проблема комплексної автоматизації інвестиційної компанії
	Андрій Загороднюк *Генеральний директор HELVEX*	Механізм, правова природа відкриття та ведення брокерських інвестиційних рахунків
	Юрій Покладенко *Начальник Дирекції ОЛБанк*	Моделювання множин ефективних "клієнтських" портфелів цінних паперів за даними ПФТС

26 Вересня

10-00 – 14-00	***Михайло Левченко*** *Голова Ради ПФТС* *Президент Проспект Инвестменс*	Інвестиційна привабливість України поточний стан та перспективи
	Євген Григоренко, *Керівник Управління,* *Адміністрація Президента*	Про заходи Президента щодо покращення інвестиційного клімату в Україні
	Зоя Борисенко *Заступник Голови Антимонопольний комітет*	Застосування антимонопольного законодавства на ринку цінних паперів
	Леонід Кальніченко *Заступник Голови ФДМУ*	Шляхи покращення ефективності грошової приватизації
	Юрій Петренко *Віце-президент ДІКОМ*	Основні засади корпоративного управління
	Майкл Маліган *Менеджер Групи FMI*	Фінансовий аналіз підприємства точка зору інвестора
	Ігор Селецький *Директор департаменту розвитку та регулювання ПФТС*	Фондовий ринок як засіб залучення інвестицій в підприємства
	Олександр Сорока *Президент А+*	Практика судових процесів торгівців цінними паперами
	Вадим Самойленко *Керівник управління Полар-інвест*	Правові аспекти оподаткування операцій торговців з цінними паперами та оптимізація платежів
14-00 – 15-00	Обід	
15-00 – 16-30	***Віктор Івченко*** *Член ДКЦПФР*	Формування ринків та роль у цьому цінних паперів
	Петро Гордієнко *Президент ПАРД*	Проблема "комплексності при розбудові різних елементів депозитарної системи та оптимізація взаємодії між ними
	Микола Швецов *Голова Правління МФС*	Проблеми розвитку депозитарної системи МФС
	Михайло Ройко, *Консультант FMI*	Розвиток кастодіального бізнесу в Україні
	Наталія Ковальова, *Керівник проекту TASIC*	Стратегія роботи зберігачів на ринку в сучасних умовах

	Володимир Посполитак *консультант FMI*	Юридичні аспекти бездокументарного обігу цінних паперів
	Юрій Шаповал *Заступник Голови Правління МФС*	Схема обслуговування депозитарієм МФС Врегулювання угод з цінними паперами, які укладені на оранізаційно-оформлених ринках
16-30 – 16-45	*Кава*	
16-45 – 18-30		
	Віталій Козаков *Виконавчий директор ПФТС*	Розвиток саморегулювання на фондовому ринку України
	Эрік Найман, *Управляючий інвестиціями Полар-інвест*	Деякі правила роботи на українському ринку акцій в період другої «великої депресії»
	Тетяна Ефремова, *РЕЙТЕР*	Управління ризиками при роботі на ринку цінних паперів
	Олександр Чорний *А-Софт*	Автоматизація бек-офісу торговця ЦП
	Куссуль Вадим, *ТОВ Гелла*	Проблеми електронного обміну між учасниками фондового ринку
19-00	***Фуршет***	

Правові проблеми обігу цінних паперів, випущених у бездокументарній формі та знерухомлених цінних паперів

Володимир Посполітак

FMI \ USAID

Наповнення Національної депозитарної системи безпаперовими та знерухомленими цінними паперами

- “Зверху” - шляхом розміщення емітентом глобального сертифікату у депозитарії
- “Знизу” - шляхом відкриття власниками цінних паперів у зберігача рахунків у цінних паперах

Наповнення Національної депозитарної системи "знизу"

Знерухомлення ЦП за бажанням власника

- Договір про відкриття рахунку в цінних паперах - договір між власником цінних паперів та обраним ним зберігачем про передачу власником належних йому цінних паперів зберігачу для здійснення депозитарної діяльності;
- Рахунки у цінних паперах- рахунки, що ведуться зберігачами для власників цінних паперів та депозитаріями для зберігачів щодо обслуговування операцій з цінними паперами.

Наповнення Національної депозитарної системи "зверху"

- Розміщення емітентом глобального сертифікату в депозитарії при створенні АТ;
- Знерухомлення ЦП - переведення ЦП випущених у документарній формі, у бездокументарну форму:
  - знерухомлення за рішенням органів управління емітента;

Правомірність відкриття емітентом рахунків у цінних паперах від імені власників

Ст.62 Представництво

Угода укладена однією особою (представником) від імені другої особи (яку представляють) в силу повноваження, що грунтується на

- **довіреності,**
- **законі або**
- **адміністративному акті,**

безпосередньо створює, змінює і припиняє цивільні права і обов"язки особи, яку представляють.

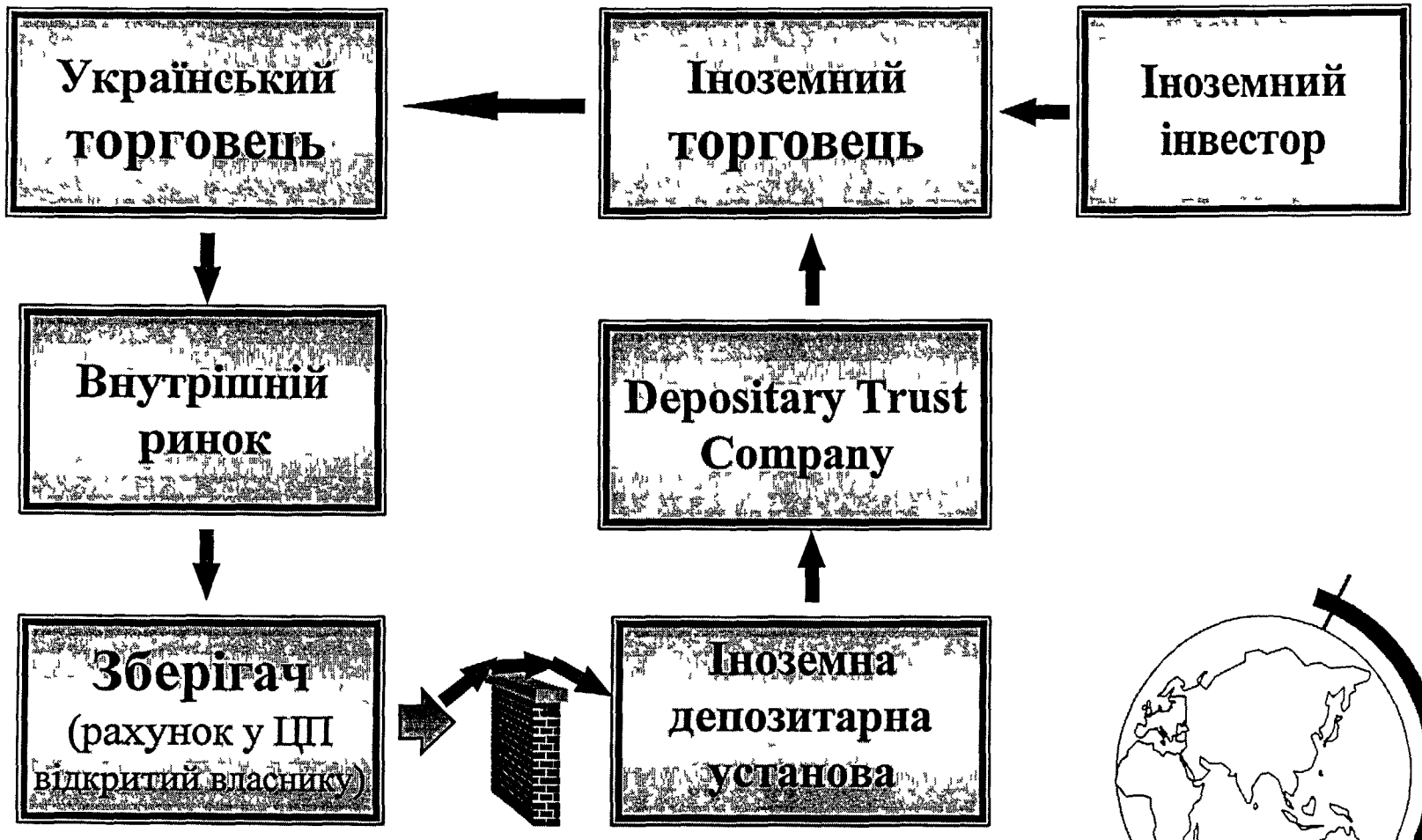
Цивільний кодекс України

Ст.386 Договір доручення

За договором доручення одна сторона (повірений) зобов'язується виконати від імені і за рахунок другої сторони (довірителя) певні юридичні дії.

Цивільний кодекс України

Проблеми випуску депозитарних розписок на ЦП українських емітентів



Наповнення Національної депозитарної системи бездокументарними та знерухомленими цінними паперами

- “Зверху” - шляхом розміщення емітентом глобального сертифікату у депозитарії
- “Знизу” - шляхом відкриття власниками цінних паперів у зберігача рахунків у цінних паперах

Проект закону
“Про акціонерні товариства”

1. Джерела законопроекту.
2. Принцип “самозастосування”.
3. Розміщення акцій.
4. Права власників акцій.
5. Захист акціонерів при емісії акцій.
6. Статутний фонд як засіб захисту інтересів кредиторів.
7. Органи управління АТ.

Розміщення акцій

- в межах оголошених акції розміщуються за рішенням наглядової ради;

- на етапі створення АТ всі акції розміщуються тільки серед засновників (закрита підписка);

- особи, що підписались на акції, отримують право власності лише після повної сплати за акції;

- змінити кількість оголошених акцій можна тільки за рішенням загальних зборів акціонерів.

Проект закону "Про акціонерні товариства"

Права власників акцій

Прості акції

- участь у загальних зборах;
- оримання дивідендів (після виплат по привілейованих акціях);
- отримання частки при ліквідації.

Привілейовані акції

- участь у загальних зборах (якщо це передбачено статутом);
- отримання дивідендів;
- конвертація таких акцій в інші цінні папери (прості акції);
- отримання ліквідаційної вартості.

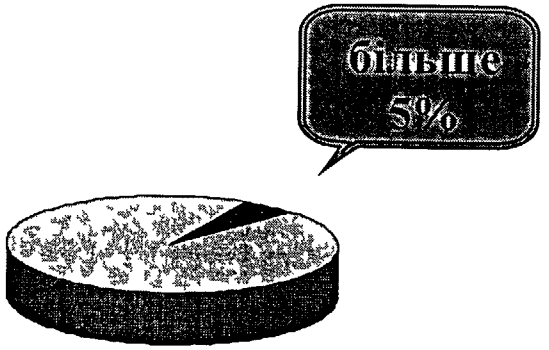
- вимоги щодо оцінки та викупу акцій;
- переважне право на придбання цінних паперів;
- право на участь у придбанні цінних паперів у випадку незастосування переважного права.

Захист акціонерів при емісії акцій

- рішення наглядової ради про емісію акцій в рамках оголошених приймається одностайно;
- акції мають бути розміщені за ринковою вартістю;
- якщо акції, що розміщуються, складають більше 5% раніше розміщених акцій, їх вартість визначається незалежним оцінювачем;
- всі акціонери мають однакове переважне право (для збереження своєї частки);
- акціонери мають "право на участь" в придбанні акцій;
- зміна кількості оголошених акцій тільки за рішенням зборів.

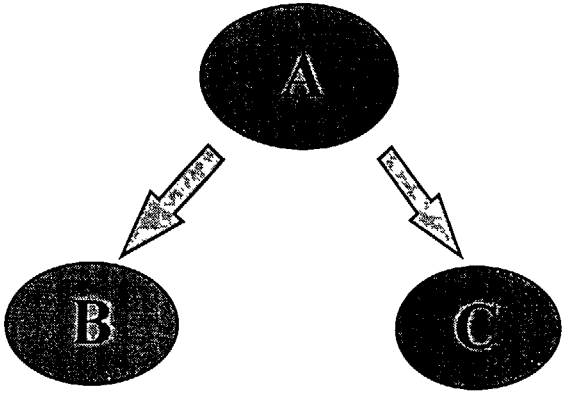
Проект закону "Про акціонерні товариства"

Статутний фонд як засіб захисту інтересів кредиторів



- *товариство зобов'язане сповістити кредиторів*

- *субсидіарна відповідальність товариств "B" та "C", створених у разі поділу товариства "A"*

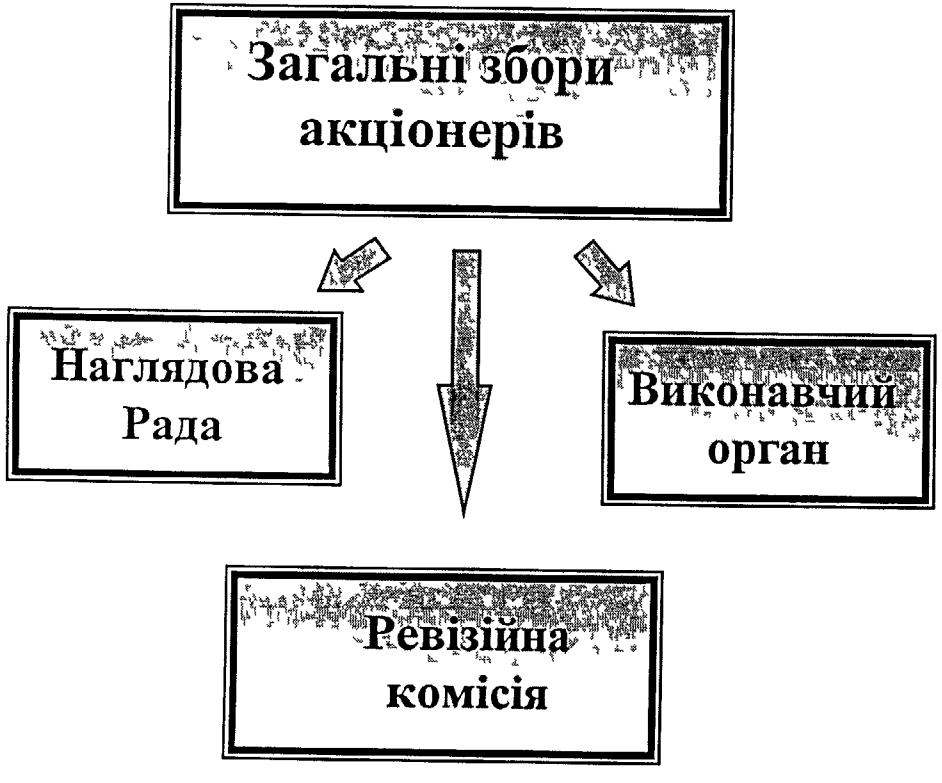


BEST AVAILABLE COPY

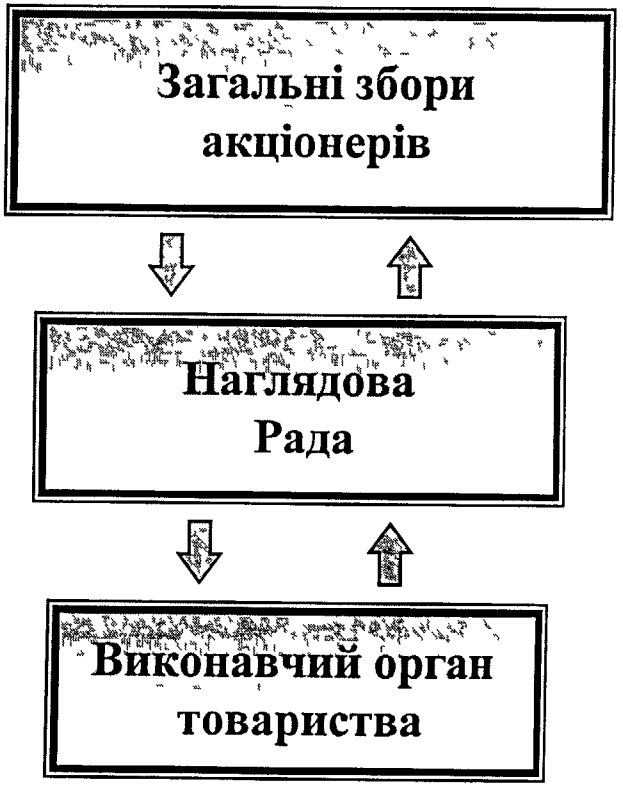
Проект закону "Про акціонерні товариства"

СТРУКТУРА ОРГАНІВ УПРАВЛІННЯ АТ

Діюча редакція закону



Проект



BEST AVAILABLE COPY

Проект закону "Про акціонерні товариства"

Загальні збори акціонерів

Наглядова рада

Виконавчий орган

Повна підпорядкованість виконавчого органу наглядової ради

КОМПЕТЕНЦІЯ:

призначення та звільнення членів наглядової ради ...

-- призначення та звільнення виконавчого органу;
-- контроль за виконавчим органом...

ФУНКЦІЇ УПРАВЛІННЯ

-- затвердження річної звітності;
-- умови і порядок розподілу прибутку;
-- підготовка та скликання зборів;
-- створення філій та представництв;
-- придбання розміщених акцій та інших цінних паперів;

-- керівництво поточною діяльністю АТ;
-- питання, які передані для вирішення наглядовою радою АТ;

BEST AVAILABLE COPY

Проект закону "Про акціонерні товариства"

Наглядова рада

1 -- обрання кумулятивним голосуванням, → 1 -- меншість може бути представлена в раді,

2 -- члени виконавчого органу можуть одночасно бути членами наглядової ради, → 2 -- більш ефективний контроль та сприяння прийняттю кваліфікованих рішень,

3 -- наглядова рада має виключні повноваження висувати кандидатів до виконавчого органу (призначати або звільняти), → 3 -- підзвітність та підпорядкування виконавчого органу раді,

4 -- прийняття рішення (одностайно) про укладення значних угод та угод, в яких є заінтересованість, → 4 -- запобігання зловживанням з боку виконавчого органу, можливіст ь прийняття кваліфікованих рішень

5 -- рішення про випуск акцій в межах "оголошеної" кількості

Financial Markets International, Inc
U S A I D Capital Markets Consultants in Ukraine
32 Bogdana Khmelnytskogo, Apt 3, Kyiv, Ukraine, Telephone 011 380 44 462 0761 (fax also)/462 0752/224 4640

Пояснювальна записка до проекту закону "Про акціонерні товариства"

Сьогодні в Україні існує нагальна потреба детально врегулювати питання діяльності акціонерних товариств По-перше, прогалини в законодавстві та відсутність необхідних знань і досвіду діяльності в умовах ринкової економіки обумовлюють неефективне управління багатьма великими підприємствами, що справляє негативний вплив на економіку України в цілому По-друге, недостатність правового регулювання, низький рівень правової обізнаності населення та недостатній рівень розвитку української судової системи мали наслідком численні скандали на грунті так званих "акціонерних війн", які стали широко відомі навіть поза межами України і підірвали довіру іноземних інвесторів та широких кіл населення України до українського фондового ринку По-третє, із закінченням процесу приватизації зупиниться обіг приватизаційних паперів, а залучення значного обсягу грошових коштів, вкрай необхідних для формування фондового ринку, можливе лише за рахунок портфельних інвесторів, які в більшості випадків складають в акціонерних товариствах меншість, права та інтереси якої фактично ніяк не захищені чинним законодавством

Захист прав інвесторів і забезпечення належного рівня правового регулювання діяльності підприємств (в першу чергу великих), які створені у формі акціонерних товариств, є основними завданнями **проекту закону "Про акціонерні товариства"** (далі -- Проекту), розробленого консультантами фірми "FMI , Inc" Проект розроблений на базі "**Моделі закону про акціонерні товариства"**, написаної професором Колумбійського університету (США) Бернардом С Блеком, професором Гарвардського університету (США) Рейніром Крекманом та кандидатом юридичних наук Тарасовою Анною Станіславівною (Російська Федерація) Попередня версія "Моделі закону про акціонерні товариства" склала основу Федерального закону "Про акціонерні товариства", прийнятого Державною Думою Російської Федерації 24 листопада 1995 р

Проект розроблений на підставі норм чинного законодавства із врахуванням положень проекту Цивільного кодексу Автори ставили собі за мету включити до Проекту положення, що містяться в чинному законодавстві і вже довели свою ефективність, максимально врахувати

практичні аспекти діяльності акціонерних товариств та усунути виявлені в законодавстві прогалини

Намагання авторів Проекту забезпечити належний рівень деталізації правових норм, що регулюватимуть відносини, які виникають в процесі повсякденної діяльності товариства, мали наслідком досить великий обсяг документу, не зовсім звичний для українського законотворення

Проект містить незначну кількість бланкетних[1] норм, що, на нашу думку, повинно полегшити його застосування практичними робітниками Невелика кількість прямих заборон та обмежень, встановлених Проектом, та широкі можливості самостійного регулювання багатьох важливих питань в статутах та внутрішніх документах товариств, які надаються акціонерам, дозволить максимально пристосувати структуру управління товариством як до виконання завдань виробничої діяльності, так і до забезпечення прав акціонерів

Серед найбільш важливих положень Проекту автори хотіли б зосередити увагу на наступних

1 Враховуючи численні зловживання, які мали місце в процесі створення акціонерних товариств відповідно до процедури, встановленої Законом "Про господарські товариства", та беручі до уваги досвід таких країн, як ФРН, США, РФ, автори Проекту пропонують відмовитись від моделі утворення товариства шляхом оголошення відкритої підписки на його акції Тільки **вже створений** суб'єкт підприємницької діяльності, який довів своє право на існування, володіє певним майном і здатний відповідати за своїми зобов'язаннями, матиме право звернутися до широких кіл інвесторів з пропозицією про продаж своїх акцій

2 Проект, як і Закон "Про господарські товариства", поділяє акціонерні товариства на **закриті** і **відкриті**, чого, наприклад, не має законодавство таких країн, як ФРН, Франція, Угорщина, Болгарія Автори Проекту вважають що в теорії корпоративного права існують досить вагомі аргументи як "за", так і "проти" існування конструкції **закритого акціонерного товариства**, але сьогодні ми повинні враховувати той факт, що кількість підприємств, які утворені у формі закритих акціонерних товариств, є досить великою[2], їх доля в економіці України є значною, в той час як рішення про анулювання обраної ними організаційно-правової форми може негативно відбитися на їх виробничій діяльності, і відповідно на стані української економіки Необхідно також зазначити, що обрання багатьма з цих підприємств форми закритого акціонерного товариства було обумовлено законодавством про приватизацію, і деякі з них в недалекому майбутньому мають непогані перспективи як емітенти інвестиційно привабливих цінних паперів Цей потенціал може

---

[1] бланкетними є норми, що містять посилання на інші нормативні акти

[2] За даними ДКЦПФР на кінець 1997 р в Україні зареєстровано 22 876 ЗАТ та 10 716 ВАТ

залишитись нереалізованим, якщо сьогодні поставити їх керівництво перед дилемою - обрати форму товариства з обмеженою відповідальністю або акціонерного товариства

3 Чинне законодавство залишило неврегульованими деякі питання **реорганізації** та **ліквідації** підприємств[3] У той же час реорганізація або ліквідація акціонерних товариств хоча і здійснюється на загальних засадах цивільного законодавства, але містить певні складності та специфіку, тому автори вважають за доцільне досить детально розкрити ці процедури в тексті Проекту

4 Поняття **дочірнього** та **залежного** товариств не є новими для українського законодавства, але визначення, які містяться в Проекті, мають дуже велике значення для подальшого розвитку корпоративного права в Україні Якщо визначення залежного товариства має значення для розкриття контролю над підприємством та виявлення зацікавленості в укладанні угод, то визначення поняття дочірнього товариства, крім вищезазначеного, має ліквідувати прогалину в законодавстві Незважаючи на те, що в основу визначень залежного і дочірнього підприємств покладений виключно формальний критерій (належність певного відсотку статутного фонду залежного (дочірнього) товариства переважному (головному) товариству), практична цінність норм, що побудовані на базі цих визначень, не викликає сумніву Так, ці визначення використані для виявлення угод, в яких присутня заінтересованість, при підрахунку голосів на загальних зборах, виявленні значної угоди тощо Крім того, передбачена відповідальність головного товариства, яке використало свою можливість впливати на рішення дочірнього товариства, якщо таке рішення завдало суттєвої шкоди інтересам дочірнього підприємства або призвело до його банкрутства (ст 6)

5 Треба зазначити, що американське корпоративне право взагалі відмовилось від концепції **статутного фонду**, але, зважаючи на правові традиції України, автори Проекту, навпаки, не тільки зберегли вимоги щодо мінімального розміру статутного фонду, але й наповнили концепцію статутного фонду реальним змістом та органічно пов'язали її з іншими інститутами, передбаченими Проектом Для уникнення плутанини між заявленим статутним фондом та реальними активами, які маються в розпорядженні товариства, Проект містить визначення **власного капіталу** товариства, який складається із статутного фонду товариства, нерозподіленого прибутку (непокритих збитків), емісійного доходу та іншого Проект містить декілька норм обмежувального характеру, в яких використовується саме поняття власного капіталу Ці норми запобігають безпідставному збільшенню обсягу статутного фонду та забезпечують захист інтересів товариства, його кредиторів та акціонерів

---

[3] Дуже прикро, але теж саме ми можемо сказати і про проект Цивільного Кодексу України

6 В першу чергу, це стосується **виплати дивідендів** та **придбання товариством власних цінних паперів** З точки зору кредиторів обидві ці операції є найпростішим та одночасно цілком легальним засобом порушення акціонерами інтересів кредиторів шляхом розподілу активів товариства серед акціонерів Тому, навіть законодавство деяких країн (ФРН, Франції) забороняє акціонерним товариствам купувати власні акції Але беручи до уваги практику розвинених ринків, автори Проекту вирішили не встановлювати таку заборону, залишивши товариству значний ступінь свободи дій на фондовому ринку, а встановити непряме обмеження, що базується на співвідношенні власного капіталу та статутного фонду

7 Подібне обмеження передбачено авторами Проекту і для **виплати дивідендів** Взагалі, беручи до уваги практичну відсутність ліквідності акцій більшості українських емітентів, низьку правову обізнаність переважної більшості українських дрібних інвесторів та їх перевищені сподівання на суттєве покращення свого матеріального становища за рахунок дивідендів, автори Проекту вважали за доцільне чітко врегулювати питання нарахування та виплати дивідендів та розробити ефективну систему обмежень, які мають на меті захистити інтереси кредиторів та самого товариства від надмірних вимог дрібних акціонерів (навіть якщо вони складають переважну більшість) Згідно з Проектом (ст 46) товариство може сплачувати дивіденди за умови, що після виплати 1) воно не буде відповідати ознакам банкрутства, 2) власний капітал товариства буде перевищувати суму статутного фонду, резервного фонду, нарахованих, але не виплачених дивідендів по привілейованих акціях та ліквідаційну вартість привілейованих акцій Також граничний розмір коштів, які ідуть на виплату дивідендів, не може перевищувати суму чистого прибутку (за поточний рік) та 20% нерозподіленого прибутку за попередні роки

8 Автори проекту відійшли від традиційного уявлення про однакову **номінальну вартість** всіх акцій Дійсно, всі прості акції товариства повинні мати однакову номінальну вартість та надавати однакові права, але товариство може також випускати привілейовані акції різних типів (і, як ми вважаємо, різного номіналу), виплата дивідендів по яким може бути пов'язана як з номіналом, так і з кількістю акцій За таких умов вимога однакової номінальної вартості **всіх** акцій може зробити неможливим для товариства проведення **дроблення** чи **консолідації** простих акцій

9 У зв'язку з тим, що вся система заходів, спрямованих на відкриття контролю над підприємством виявлення заінтересованості в укладенні угод оповіщення акціонерів реалізацію акціонерами права на участь та права вимагати викупу належних їм акцій, побудована на відкритті та фіксації інформації про особу власника акції, Проект не передбачає можливості **випуску акцій на пред'явника** Практично всі країни, де існує більш-менш розвинений фондовий ринок, на законодавчому рівні

(США) або на рівні встановленої практики (ФРН[4]), забороняють (або перешкоджають) обігу акцій на пред'явника

10 Проект передбачає введення понять **оголошених та розміщених акцій** Мета такого поділу наступна - сьогодні ринок вимагає від підприємств швидко та ефективно реагувати на зміни ринкової кон'юнктури, і особливо жорсткий характер ця вимога носить на ринку капіталів, частиною якого є фондовий ринок Підприємство повинно бути в змозі швидко запропонувати товар відповідної якості і у достатній кількості, щоб задовольнити існуючий попит На фондовому ринку таким товаром виступають цінні папери підприємства (переважно акції) Водночас інвестор, який придбає акції товариства, зацікавлений у тому, щоб коли він стане акціонером, його права не порушувались, а найбільш поширеним шляхом порушенння прав акціонерів є "розмивання" їх часток в статутному фонді товариства при розміщенні додаткових емісій акцій Компромісом, який має примирити ці суперечності, є механізм "оголошених, але не розміщених акцій", який полягає в тому, що загальні збори акціонерів приймають рішення щодо граничної кількості виду (типу) акцій, які можуть бути випущені - "оголошують" граничний обсяг додаткових емісій Такий обсяг зазначається в статуті і не може бути перебільшений без згоди загальних зборів В свою чергу, прийняття рішення стосовно певної дати та обсягу додаткових емісій (обмежених кількістю оголошених акцій) відноситься до компетенції наглядової ради

11 В основу Проекту, як і "Моделі закону про акціонерні товариства", покладений принцип "**самозастосування**", суть якого полягає в забезпеченні максимального захисту прав акціонерів за умови мінімального залучення для цього судів та адміністративних органів Наголос робиться на створенні ефективної і збалансованої системи процедурних гарантій, особливо на етапі прийняття важливих (критичних) рішень та надання акціонеру ефективних засобів захисту своїх інтересів без судового або адміністративного втручання, оскільки поки що судова система України не здатна діяти оперативно та ефективно Так, наприклад, Проект не містить прямої заборони укладення угод у вчиненні якої є заінтересованість (частково тому, що така заборона часто ігноруватиметься, частково тому, що, іноді, таки угоди дійсно відповідають інтересам товариства), замість прямої заборони пропонується встановити що рішення про такі угоди має прийматися незаінтересованими членами наглядової ради або, в деяких випадках, незаінтересованими акціонерами Дійсно, неможливо повністю виключити суди із системи засобів захисту прав акціонерів, але в Проекті робиться спроба максимально спростити питання, що виносяться на вирішення суду, та звузити їх коло Основним завданням, що стояло перед авторами Проекту, було винайти оптимальний баланс між

---

[4] Законодавство ФРН дозволяє випуск акцій в документарній формі на пред'явника, але фактично всі такі акції депонуються у банку, який і контролює зміни в складі власників

інтересами всіх сторін (акціонерів, менеджменту, самого підприємства) та стимулювати вирішення виникаючих між ними конфліктів в рамках цього закону

12 Звичайно, найбільша увага в Проекті приділена захисту прав акціонерів

12 1 Розглядаючи питання **захисту прав акціонерів**, необхідно чітко уявляти, що як показує практика (і українська, і світова), акціонери не є єдиним колективом із спільними цілями та інтересами, скоріше, це декілька груп осіб, що мають більш-менш схожі інтереси в рамках відповідної групи і різні (іноді протилежні) інтереси на рівні взаємовідносин між групами Можна виділити наступні групи

акціонери - власники значних пакетів акцій (контрольного пакету), дуже часто вони одночасно входять до складу виконавчого органу підприємства, їх мета – контроль та максимально ефективне використання результатів контролю, вони приділяють велику увагу забезпеченню виробничої діяльності підприємства,

акціонери - які хоча і володіють значними пакетами акцій, але не складають більшості і не мають на меті отримання повного контролю (такими часто є портфельні інвестори), їх цікавить зростання ринкової ціни акцій і підтримання їх ліквідності,

дрібні акціонери, які використовують акції як засіб накопичення, вони зацікавлені або в дивідендах, або у зростанні ринкової ціни акцій, їх також дуже цікавить ліквідність акцій,

дрібні акціонери, які одночасно є робітниками підприємства (звичайна ситуація при приватизації), знаходяться в залежності від керівництва підприємства і в більшості випадків діють у відповідності з його вказівками,

акціонери - власники привілейованих акцій, які за своїми інтересами є більш кредиторами, ніж акціонерами, групою, яка є найбільш вразливою до можливих порушень як з боку виконавчого органу, так і інших акціонерів

12 2 У зв'язку з вищенаведеним, за Проектом основу захисту прав акціонерів на *індивідуальному* рівні складе досить широке **коло прав**, які мають бути гарантовані кожному **акціонеру – власнику простої акції** (ст 30,37), а саме

- ***переважне право на придбання акцій додаткових емісій***[5] в межах, необхідних для збереження ним своєї частки в статутному фонді товариства Товариство зобов'язане надати таке право акціонерам пропорційно кількості вже належних їм акцій Механізм, на відміну від

[5] Преважне право акціонера розповсюджується не тільки на придбання простих акцій додаткових емісій, але й на придбання привілейованих акцій які за певних умов надають своїм власникам право голосу (умовно голосуючих акцій) опціонів на придбання простих та умовно голосуючих акцій інших цінних паперів товариства які можуть бути конвертовані в прості або умовно голосуючі акції В той же час власники простих акцій не мають переважного права на придбання привілейованих акцій які не є умовно голосуючими

діючого, що міститься в законі "Про господарські товариства", прописаний більш детально та включає обов'язкове письмове повідомлення товариством акціонерів за 30 днів до початку розміщення про можливість реалізації акціонерами свого переважного права, Проектом встановлюється вичерпний перелік відомостей, які повинні міститися в такому повідомленні Обов'язковим є надання акціонеру можливості правильно визначити кількість цінних паперів, на придбання якої акціонер має переважне право Акціонер може реалізувати своє переважне право повністю або частково, але лише в межах, необхідних для збереження ним своєї частки в статутному фонді Додаткова кількість акцій (в межах перевищення своєї частки) повинна придбаватися акціонером в загальному порядку в процесі відкритої підписки Акціонер повинен виявити свій намір придбати цінні папери в письмовому вигляді

Оскільки здійснення переважного права на придбання додатково випущених акцій для товариства із значною кількістю акціонерів пов'язане з великими витратами та може відстрочити або завадити укладанню угод (наприклад, при залученні портфельного або стратегічного інвестора), Проектом передбачена можливість відмови за рішенням річних загальних зборів акціонерів від застосування переважного права В такому випадку акціонер має право ***на участь у придбанні акцій*** *в межах збереження своєї частки в статутному фонді*, якщо він голосував проти або не брав участі в голосуванні з питань незастосування переважного права на придбання зазначених цінних паперів,

- ***право вимагати викупу товариством належних йому акцій*** за справедливою ціною, якщо рішення загальних зборів порушує його права (за умови, коли акціонер не підтримував прийняття такого рішення)

Проект також містить ***чітку заборону на штучне обмеження права власності акціонера*** відкритого акціонерного товариства на належні йому акції (цінні папери товариства), включаючи право відчужувати акції (цінні папери) в будь-який час та будь-яким особам Не досить чітке формулювання цього правила в Законі України "Про господарські товариства" призвело до численних його порушень з боку адміністрації приватизованих підприємств

12 3 Не залишились поза увагою і акціонери - власники привілейованих акцій (ст 31) Згідно з Проектом власники **привілейованих акцій** в обов'язковому порядку **мають бути наділені правами голосу** на загальних зборах акціонерів по питаннях, які безпосередньо стосуються їх інтересів (змінюють обсяг прав, що надаються їм умовами випуску акцій), крім того умовами випуску привілейованих акцій може надаватися право голосу по інших питаннях, але коло цих питань є чітко обмеженим Для того, щоб запобігти порушенню товариством своїх обов"язків, умовами випуску привілейованих акцій може передбачатися зобов'язання товариства надати акціонерам - власникам привілейованих акцій повні права голосу (як власникам простих акцій) у випадку несплати дивідендів по

привілейованим акціям, із припиненням такого права після того, як дивіденди будуть повністю сплачені

З урахуванням такої можливості та з метою збереження ефективності застосування переважного права, як механізму підтримання акціонером своєї частки статутного фонду (контролю над товариством), до Проекту вводиться визначення **умовно голосуючих привілейованих акцій товариства,** тобто привілейованих акцій, які надають акціонерам - їх власникам за умови невиплати або неповної виплати дивідендів по них, право брати участь у загальних зборах акціонерів та голосувати по всіх питаннях порядку денного зборів (ст 36)

Гарантуючи інтереси власників привілейованих акцій, ст 31 Проекту вводить визначення **ліквідаційної вартості привілейованої акції** певного типу, під якою розуміється сума коштів, що виплачується власникам таких акцій при ліквідації товариства та визначається умовами випуску таких акцій

13 Окремо слід сказати про **процес** розміщення цінних паперів товариства

Основними принциповими відмінностями процесу розміщення цінних паперів товариства, які запропоновані Проектом, є наступні

- на етапі створення товариства всі акції товариства розміщуються серед засновників шляхом закритої підписки, організація відкритої підписки і широке залучення коштів не дозволяються,
- до моменту реєстрації товариства засновники товариства мають внести не менше 50 % вартості придбання належних їм акцій, повну вартість акцій засновники можуть внести протягом строку, який визначається установчим договором (цей строк не може перевищувати 1 року від дати державної реєстрації товариства),
- засновники, які не сплатили повної ціни за акції товариства, не мають права їх відчужувати або передавати у заставу,
- якщо протягом визначеного строку засновник не сплатив повної вартості за свої акції, такі акції переходять у власність товариства, яке має повернути засновнику внесені ним кошти, утримавши в якості компенсації не більше 20 % від ціни придбання таких акцій,
- тільки відкрите акціонерне товариство, статутний фонд якого повністю сплачений, має право звернутись з публічною пропозицією про продаж акцій та організувати відкриту підписку на свої акції,
- акціонери, які мають реалізувати (повністю або частково) своє переважне право на придбання додатково випущених акцій товариства, повинні сповістити товариство про своє рішення і внести не менш ніж 10 % вартості придбання акцій, які вони збираються придбати, до початку відкритої підписки на акції,

■ особи, що підписуються на акції товариства, разом з поданням заяви (із зазначенням кількості акцій, що придбаються) мають внести не менше 10 % від ціни придбання акцій,

■ після затвердження наглядовою радою результатів підписки і реєстрації випуску акцій у ДКЦПФР товариство має сповістити осіб, що підписалися на акції, про виникнення у них зобов'язання сплатити за свої акції повністю,

■ особи, що підписалися на акції товариства, стають власниками акцій лише після повної сплати вартості придбаних акцій (строк такої сплати не може перевищувати 3 місяців),

■ якщо особи, що підписалися на акції товариства, не сплатять вчасно повну вартість акцій, такі акції залишаються у власності товариства, яке має продати ці акції на вторинному ринку протягом року (з моменту реєстрації випуску) або анулювати, відповідно зменшивши статутний фонд

14 Як вже відомо, одним з найпоширеніших шляхів порушення прав акціонерів є маніпуляції з **ціною розміщення цінних паперів** товариства Для того, щоб запобігти можливим зловживанням та забезпечити належний контроль та відповідальність, Проектом пропонується, щоб рішення про ціну розміщення цінних паперів товариства приймала наглядова рада товариства Взагалі, Проект передбачає, що в більшості випадків, коли існує конфлікт інтересів та можливі зловживання і порушення прав акціонерів шляхом маніпулювання цінами або коли угода, що укладається, матиме великий вплив на діяльність товариства, вартість послуг або майна, що придбаються (продаються), має визначатись наглядовою радою товариства

Це стосується **ціни розміщення** цінних паперів товариства, **ціни придбання** товариством власних паперів (на вторинному ринку або на вимогу акціонера), укладання **значних угод** та угод, в яких присутня **заінтересованість**

14 1 При визначенні **вартості продажу (придбання)** наглядова рада товариства не може діяти повністю на власний розсуд, але й обмежувати її рядом статичних критеріїв недоцільно, тому автори Проекту зазначили, що за основу визначення вартості такого майна має бути покладений критерій справедливої ринкової ціни, якою є ціна, за якою продавець, що має повну інформацію про вартість цього майна і не зобов'язаний його продавати, згоден був би продати це майно, а покупець, який має повну інформацію про вартість майна і не зобов'язаний його придбати згоден був би його придбати Детально правила та процедура визначення ціни наведені в ст 81 Проекту

14 2 Враховуючи практику і звичаї виробничої та торговельної діяльності підприємств, автори Проекту передбачили кілька винятків із правил, що вимагають від товариства обов'язково дотримуватись

– справедливої ринкової ціни, яка визначається наглядовою радою Так, товариство може відійти від цієї вимоги у випадках

- розміщення акцій за ціною, встановленою опціоном на придбання акцій або цінних паперів, що конвертуються в акції (втратить сенс існування опціонів),

- розміщення простих акцій в порядку здійснення акціонерами - власниками простих акцій переважного права на придбання зазначених акцій за ціною, яка не може складати менше дев'яноста відсотків від вартості їх придбання,

- розміщення акцій при заснуванні товариства за ціною, встановленою рішенням засновників про заснування товариства (вона може бути вище номінальної),

- розміщення акцій при створенні товариства шляхом реорганізації існуючої юридичної особи,

- розміщення (продажу) пакету акцій торговцю цінними паперами (для їх наступного продажу) за ціною, яка може бути нижче ринкової вартості акцій лише на розмір винагороди торговця, яка не може перевищувати 10 % від ринкової вартості акцій,

- інших випадків, встановлених статутом закритого товариства

15 Характеризуючи органи управління товариством, хотілося б зазначити, що ми скептично ставимось і до ідеї надання товариству (його виконавчому органу) максимальної свободи дій, і до ідеї демократизації діяльності товариства із зверненням до прямої демократії Дійсно, може здатися, що ніхто не потурбується про інтереси акціонера краще, ніж сам акціонер Таким чином, в законодавстві практично всіх країн існує такий інститут, як загальні збори акціонерів, і вимога стосовно **прийняття особливо важливих рішень** (або будь-яких рішень, які загальні збори акціонерів вважатимуть важливими) **виключно загальними зборами** Є така норма і в Проекті, але такий підхід був характерний для законодавства ряду європейських країн у XIX - на початку XX сторіччя, коли акціонерні товариства налічували десятки або сотні акціонерів У сьогоднішніх умовах, коли акціонерні товариства налічують тисячі (десятками тисяч) акціонерів, такий підхід має суттєві вади – слабкими сторонами прийняття рішень загальними зборами є велика **витратність** скликання зборів, недостатня **оперативність** (час на скликання) та **кваліфікованість** прийняття рішень Тому автори Проекту намагалися значно звузити коло питань, рішення по яких приймають загальні збори, до критично необхідного мінімуму, передавши частину повноважень загальних зборів до компетенції наглядової ради, члени якої обираються акціонерами і мають представляти їх інтереси

16 Суттєвим є використання **"універсального" бюлетеня** для голосування, який дозволить без значних матеріальних витрат внести кандидата в члени наглядової ради товариства та інші пропозиції до переліку питань, що ставляться на голосування Прийняття вдалих рішень вимагає вдалого подання інформації, а якість інформації, що надається акціонерам, може бути гарантована шляхом введення

обов'язкових правил щодо її розкриття (наприклад, на етапі підготовки до проведення загальних зборів тощо) Важливим є також надання товариствам можливості проводити загальні збори (за винятком річних) для вирішення певних питань **шляхом опитування**, тобто без фізичної присутності акціонерів, тому що це дозволяє товариству приймати деякі важливі рішення не несучи витрати пов"язані з організацією і проведенням зборів

17 З метою забезпечення надійності механізму голосування та уникнення диспропорції між майновою участю в капіталі підприємства та правами контролю Проект закону включає **принцип голосування одна акція – один голос**

18 Характеризуючи інші органи управління товариства, слід сказати, що в Проекті особлива роль відводиться **наглядовій раді товариства** як найефективнішому засобу захисту акціонерами своїх групових інтересів Це орган, який обирається акціонерами, призначений здійснювати контрольні функції стосовно виконавчого органу Чинне українське законодавство, як і законодавство інших країн, що перейняли традиції германської моделі корпоративного управління, також наділяє наглядову раду функцією контролю за діяльністю виконавчого органу, але в більшості випадків засідання наглядової ради відбуваються дуже рідко, і вона не в змозі ефективно контролювати виконавчий орган, а іноді навіть підпадає під його вплив Щоб запобігти такому розвитку подій, в Проекті пропонується чітко розділити повноваження виконавчого органу і наглядової ради та надати наглядовій раді ефективні важелі впливу на поведінку виконавчого органу

По-перше, обирати (та звільняти) виконавчий орган не загальними зборами, а наглядовою радою, що дозволить

прийняти зважене і кваліфіковане рішення щодо кандидатур до складу виконавчого органу, прислухатись до думки кандидатів,

покласти відповідальність за дії виконавчого органу на наглядову раду і зробити неможливою ситуацію, яка існує на багатьох приватизованих підприємствах, коли ніхто не несе відповідальності за невдалі рішення,

запобігти ситуації протистояння між виконавчим органом і наглядовою радою, коли ці органи обирають загальні збори акціонерів місцем для публічного з'ясування своїх відносин, звертаючись до акціонерів як до колективного арбітру

Слід сказати, що віддаючи належне існуючій в Україні традиції, ми передбачили можливість обрання виконавчого органу загальними зборами акціонерів, але в такому випадку тільки наглядова рада має право запропонувати акціонерам відповідні кандидатури

По-друге, наділити наглядову раду повноваженнями приймати деякі важливі **рішення управлінського** характеру, що не дозволить виконавчому органу ігнорувати наглядову раду та зацікавить обидва органи в організації ефективної взаємодії

По-третє, встановити чітке обмеження на **суміщення посад** у наглядовій раді і виконавчому органі Встановлюючи це обмеження, автори Проекту мали враховувати дві протилежні тенденції - дублювання складу обох цих органів не дозволить реально розмежувати повноваження між ними і контрольні функції наглядової ради втратять сенс, але ефективність їх взаємодії значним чином залежить від осіб, що поєднують посади у виконавчому органі і в наглядовій раді Тому запропоновано лише заборонити, щоб особи, які входять до складу виконавчого органу, становили більшість складу наглядової ради та особа, що є головою виконавчого органу, входила до її складу

19 Звичайно, користуватися довірою акціонерів та ефективно захищати їх інтереси наглядова рада зможе лише тоді, коли її склад максимально відображатиме реальний розклад сил серед акціонерів, а не тільки контролюючої більшості Захист інтересів **меншості** акціонерів довго залишатиметься актуальною проблемою, яка має принципову важливість для портфельних інвесторів Вимоги щодо прийняття особливо важливих рішень кваліфікованою більшістю голосів, які містяться в законодавстві багатьох країн, включаючи законодавство України, як показав досвід, не в змозі ефективно запобігти порушенням прав меншості В Проекті пропонується надати меншості акціонерів можливість забезпечити собі представництво в складі наглядової ради Такий результат може бути досягнутий шляхом використання **кумулятивного голосування**, коли на одну голосуючу акцію при обранні членів наглядової ради акціонер отримує кількість голосів, що дорівнює кількісному складу наглядової ради, і може віддати свої голоси за одного з кандидатів або розподілити їх між кількома (важливим є те, що при такому голосуванні мають підраховуватись лише голоси "за" і не можуть братись до уваги голоси "проти") Серед інших переваг цього методу можна зазначити, що він значно економить час загальних зборів, оскільки голосування проводиться в один тур за весь перелік кандидатів На користь цього методу свідчить також те, що за результатами опитування серед керівництва акціонерних товариств в Російській Федерації, Федеральним законом якої передбачена можливість обирати наглядову раду кумулятивним або простим голосуванням, до кумулятивного голосування в 1996 р вдалися 12 відсотків опитуваних, а в 1997 р вже більше 40

20 Як вже зазначалось, виплата дивідендів та придбання розміщених акцій товариством є найбільш підозрілими з точки зору кредиторів шляхами передачі активів товариства Але будь-яка угода товариства теж може стати способом "вилучення активів товариства на шкоду не тільки кредиторам, але навіть акціонерам Задача Проекту також полягає в тому, щоб запобігти таким угодам, не порушуючи при цьому нормальну ділову активність товариства Саме таким угодам присвячені 10 та 11 глави Проекту Глава 10 вводить поняття **значної угоди** А саме ними вважаються угоди, предметом яких є придбання, відчуження або застава товариством майна, вартість придбання

(продажу) якого на дату прийняття рішення про вчинення вказаних угод складає 25 та більше відсотків балансової вартості активів товариства відповідно до останньої фінансової звітності товариства, або угода, предметом якої є розміщення простих акцій або умовно голосуючих привілейованих акцій, опціонів на придбання таких акцій або цінних паперів, що конвертуються в такі акції, в кількості більше 25 % від сукупної кількості раніше розміщених товариством простих акцій та умовно голосуючих привілейованих акцій При укладанні таких угоди на наглядову раду товариства покладаються повноваження по визначенню вартості майна, яке є предметом значної угоди Слід зазначити, що для того, щоб безпідставно не обмежувати фінансово-господарську діяльність товариства, ми вирішили не розповсюджувати зазначені вимоги на угоди, вчинені товариством в процесі звичайної господарської діяльності (наприклад, угоди поставки продукції, надання фінансових послуг, виконання робіт і тощо)

Рішення про вчинення такої угоди залежно від вартості її суми приймається або наглядовою радою товариства (від 25% до 50% вартості активів), або загальними зборами акціонерів (більше 50%) Така угода буде укладена тільки в тому випадку, коли буде встановлено, що вартість, яку товариство отримає за відчужене майно або надані послуги, як мінімум, дорівнює справедливій (або ринковій) вартості майна або послуг, що є предметом угоди

21 Вчинення товариством угод, персонально вигідних членам наглядової ради товариства, керуючим або крупним акціонерам, теж викликають певну підозру, оскільки такі особи мають можливість примусити товариство вчинити угоду на умовах, вигідних їм, та завдадуть шкоду інтересам товариства Норми Глави 11 є абсолютно новими та визначають коло осіб, які можуть бути визнані зацікавленими у вчиненні угоди, та передбачають певні процедурні механізми захисту від зловживань при укладенні та вчиненні таких угод, а саме

прийняття рішення про укладення угоди, у вчиненні якої є зацікавленість, **незалежними** членами наглядової ради товариства які не мають заінтересованості у вчиненні цієї угоди (особами, які є членами наглядової ради, але не пов'язані з товариством суттєвими майновими інтересами),

прийняття рішення про укладення суттєвої (більше 2 % вартості активів або 2 % розміщених акцій) угоди незаінтересованими акціонерами Іноді навіть **незаінтересовані** члени наглядової ради товариства не завжди будуть діяти незалежно Очевидно, найбільш незалежними будуть члени, обрані акціонерною меншістю при кумулятивному голосуванні Таким чином, кумулятивне голосування відіграє важливу роль при укладенні угод, у здійсненні яких є зацікавленість Критерій розміру угоди є балансом між ризиком того, що витрати та час, необхідні для проведення загальних зборів акціонерів, будуть блокувати здійснення вигідних угод, та необхідністю попередження значних угод на шкоду інтересам товариства Розгляд незалежними членами наглядової ради товариства всіх угод, в яких є

зацікавленість, не потребує значних витрат, і тільки при укладенні суттєвих угод необхідно проведення загальних зборів

22 Оскільки, як вже зазначалось, Проект побудований таким чином, щоб максимально захистити інтереси акціонерів товариства, окремо хотілось би зупинитись на механізмі **оцінки та викупу акцій** у акціонера товариством Правило про викуп має на меті захист інтересів акціонерів – власників голосуючих акцій та забезпечення ним свободи волевиявлення у вирішенні питання розпорядження своїми акціями Підставою для пред'явлення вимоги про викуп є визначені законом обставини Проект дозволяє в ряді випадків, коли порушуються права того чи іншого акціонера, вимагати оцінки та викупу належних йому на праві власності акцій товариства На відміну від придбання акцій товариством, яке відбувається за ініціативою акціонерного товариства, викуп здійснюється за ініціативою акціонера Так, наприклад, якщо акціонер не згоден з реорганізацією товариства та на загальних зборах акціонерів, де вирішувалось це питання, голосував проти, або не брав участі в голосуванні, він має право вимагати оцінки та викупу у нього акцій Таке право він може пред'явити, коли він не згоден з укладенням товариством значної угоди Вимога про викуп акцій може бути пред'явлена при схваленні загальними зборами акціонерів змін чи доповнень до статуту, які обмежують права акціонерів

Це право не є ідеальною гарантією та має як негативні, так і позитивні сторони З одного боку, реалізація такого права може негативно вплинути на обігові кошти товариства та суттєво знизить ліквідність його активів, з іншого боку, право вимагати оцінки та викупу акцій є можливістю отримати від товариства більш-менш справедливу компенсацію за свої акції

23 Спираючись на досвід країн з розвиненим фондовим ринком та країн, що проводили чекову приватизацію, автори Проекту вважають за необхідне зобов'язати особу, яка придбала контрольний пакет акцій товариства, запропонувати іншим акціонерам викупити їх акції за справедливою ціною, оскільки після отримання окремою особою (групою осіб) контролю над підприємством ринкова ціна на акції такого підприємства значно зменшується Можна вважати аксіомою невеликих і слаборозвинених фондових ринків раптове спекулятивне зростання вартості акцій підприємства, які має намір придбати стратегічний інвестор, та таке ж раптове падіння, коли він придбав контрольний пакет і, без сумніву, вживатиме заходів, щоб зашкодити обігу неконтрольованих ним акцій Саме питанням **придбання контрольного пакету** акцій присвячена глава 5 Проекту В цілому ж, хотілося б підкреслити, що ми не вважаємо "поглинання" чимось негативним Небезпека "недружнього поглинання" – це чи не найбільш ефективний стимул чіткої та сумлінної роботи менеджменту американських компаній Але ми проти формування олігархійного капіталізму та неконтрольованої монополізації економіки України – з ряду причин український фондовий ринок може закінчити своє існування навіть на початку такого процесу Тому ми вважаємо за

необхідне встановити досить низький "поріг" контрольного пакету – 30 % простих акцій, це сприятиме певному плюралізму серед осіб, що контролюватимуть товариства, і більш-менш стимулюватиме підтримання ними ліквідності акцій товариства

24 Можливо, декому Проект видасться надто складним та американізованим порівняно з Законом України "Про господарські товариства" Але на це можна зауважити, що вимоги, які висуває сьогодні перед великими підприємствами (більшість з яких є акціонерними товариствами) світовий та український ринок, є дуже жорсткими, а надання підприємству максимуму свободи для провадження діяльності неможливе без встановлення багаторівневої системи процедурних гарантій До того ж, слід сказати про те, що Акціонерний закон ФРН та Закон про торгові товариства Франції (Глава IV "акціонерні товариства") - країн, на законодавчий досвід яких часто посилаються українські юристи, також є дуже великими за обсягом та складними за змістом документами

Щодо американізованості Проекту, то можна зазначити, що "Model Business Corporation Act" побудований на зовсім інших принципах і в основі своїй спирається на традиційно сильну судову владу і кваліфікований судовий захист, а Проект відстоює дотримання традиційного для законодавства континентальної системи (і України також) правила "одна акція - один голос" та максимально ефективне використання концепції статутного фонду, яких не використовує американське корпоративне право

Анкета

учасника конференції
"Стан та перспективи розвитку українського фондового ринку" ПФТС
Крим, Форос, 1998

1 Що, на Вашу думку, має найбільшу впливовість на рішення іноземних інвесторів щодо вкладання коштів в Україну (зробить ранжування з першого по одинадцяте місце, перше – найбільш впливовий фактор)

1 1	Криза на світових ринках	
1 2	Криза на російському ринку	
1 3	Часті зміни законодавства України	
1 4	Втручання державних органів у підприємницьку діяльність	
1 5	Нерозвиненість інфраструктури українського ринку цінних паперів	
1 6	Непрозорість ринку	
1 7	Високі транзакціонні витрати	
1 8	Мала капіталізація фондового ринку	
1 9	Низька ліквідність фондового ринку	
1 10	Валютний ризик	
1 11	Система оподаткування	

2 Які, на Вашу думку, фінансові інструменти будуть найбільш привабливими для учасників ринку у найближчий час (зробить ранжування з першого по восьме місце, перше – найбільш привабливий інструмент)

2 1	Акції	
2 2	Державні облігації	
2 3	Муніципальні облігації	
2 4	Облігації підприємств	
2 5	Векселі	
2 6	Ощадні сертифікати	
2 7	Інвестиційні сертифікати	
2 8	Похідні (деривативи)	

3 Поставте у порядку значимості основні напрями діяльності Вашої компанії (зробіть ранжування з першого по дев'яте місце, 0 – Ваша компанія не займається цією діяльністю)

		Станом на початок 1998 року	*Заплановано на кінець року*
3 1	Купівля-продаж цінних паперів		
3 2	Андеррайтинг		
3 3	Управління активами		
3 4	Корпоративні фінанси		
3 5	Консалтинг		
3 6	Спільне інвестування		
3 7	Дослідження інвестиційної привабливості регіонів, галузей, підприємств України		
3 8	Аналітичні дослідження		
3 9	Депозитарна діяльність		

4 Назва компанії _____

Ім'я та прізвище _____

Пункт 4 заповнювати необов'язково Прохання здати анкету до Оргкомітету конференції 26 вересня не пізніше 10 00
З повагою,

Адміністрація ПФТС

Президенту України
Верховній Раді України
Кабінету Міністрів України
Державній Комісії
з цінних паперів та фондового ринку
Фонду Державного Майна України
Національному банку України
Антимонопольному комітету України

МЕМОРАНДУМ

учасників Конференції Асоціації ПФТС
"Стан та перспективи розвитку фондового ринку України"

Учасники Конференції змушені констатувати, що Конференція відбувається за умов коли поєднання негативних зовнішніх і внутрішніх факторів ставить під загрозу існування фондового ринку України

- за останні 9 місяців у фінансову кризу втягнуто суттєву частину країн з перехідною економікою, існує певна загроза поширення кризи на розвинені країни,
- одночасно з цим, на відміну від інших країн, що розвиваються, в Україні спостерігаються стагнація економічних реформ, невиправдане навантаження на державний бюджет, відсутність реформи державного управління, що призводять до різкого погіршення інвестиційного клімату в державі

Все це знайшло відображення
- у погіршенні макроекономічних показників,
- у девальвації національної валюти на 46% за 6 місяців,
- у зниженні кредитного рейтингу України міжнародними рейтинговими агенціями,
- у максимальному падінні (34%) серед усіх європейських країн групи *frontier markets* фондового індексу IFC Ukraine (приграничні ринки по класифікації Міжнародної Фінансової корпорації),
- у падінні на 69% індексу ПФТС з початку року (з 80,05 до 24,79),
- у зниженні ліквідності ринку корпоративних цінних паперів скороченню кількості угод та суттєвому збільшенню спреду (різниці між цінами купівлі – продажу акцій),
- у різкому зменшенні активності операторів ринку та фактичному банкрутстві ряду фінансових компаній,
- у виведенні капіталу нерезидентами за умови відсутності внутрішнього інвестора

45

Але й зараз, в період високої нестабільності, існує велике коло кваліфікованих професійних учасників ринку, працює Позабіржова Фондова Торгівельна Система – найбільший в Україні організований ринок торгівлі корпоративними цінними паперами, почато розбудову депозитарної системи, є певні результати державного регулювання та саморегулювання, та існує надія, що Україна вийде з кризи Цей меморандум не є вичерпною програмою стратегичних та термінових заходів, але він містить перелік тих умов, які потрібно виконати сьогодні, щоб завтра Україна змогла використати свій інвестиційний потенціал

Вважаємо що необхідно

1 Визнати таким, що негативно впливає на економічні реформи в державі, погляд на фондовий ринок виключно як на засіб фінансування дефіциту державного бюджету та поповнення позабюджетних фондів в процесі приватизації, що пропонується зараз більшістю державних органів влади та управління

2 Забезпечити інвесторів актуальною інформацією для прийняття інвестиційних рішень
- про результати розміщення цінних паперів та параметри емісії,
- про розміри державної частки у структурі капіталу,
- про рішення загальних зборів акціонерів,
- бухгалтерські звіти (Ф 1, 2, 3) емітентів ,
- про професійних учасників ринку

3 Забезпечити ефективність приватизаційних процесів
- забезпечити надходження на підприємства, що є об"єктами приватизації, 15% коштів одержаних при здійсненні будь-якими засобами приватизації за грошові кошти майна цих підприємств,
- проводити продаж державних пакетів акцій виключно на прозорих організаційно-оформлених ринках, де формується справедлива ціна,
- припинити практику створення спеціальних державних структур для виконання ринкових функцій в процесі приватизації і організації ринку (біржі, торговельно-інформаційні системи, інвестиційні компанії та інш) Залишити всі ринкові функції представникам ринку,
- забезпечити збільшення глибини приватизації 17 підприємств, що складають індексний портфель України в IFC Frontier індексі Міжнародної Фінансової корпорації

4 Звільнити фондовий ринок від економічно необґрунтованого оподаткування
- внести Зміни до чинного законодавства щодо скасування державного мита на операції з цінними паперами, ПДВ на брокерські послуги по укладанню угод з цінними паперами на організаційно-оформлених ринках та податку на прибуток при операціях з облігаціями державної позики,
- забезпечити прийняття Податкового Кодексу з окремим розділом щодо оподаткування операцій з цінними паперами

5 Здійснити заходи по реальному захисту прав інвесторів

- законодавчо забезпечити неможливість прийняття загальними зборами акціонерів рішень, що дискримінують або надають збитків акціонерній меншості,
- забезпечити адміністративну та кримінальну відповідальність перших осіб емітентів у випадку серйозних порушень прав акціонерів,
- забезпечення цивілізованого механізму входження іноземного інвестора (реєстрація інвестицій) на фондовий ринок та виходу (конверсія валют, репатріація прибутків, тощо) з нього,
- вважати використання терміну "реприватизація" дискредитацією України як об"єкта інвестування, надати добросовісним інвесторам, що виконують свої зобов"язання, гарантії безповоротності приватизаційних процесів

Для реалізації наведених заходів учасники Конференції ПФТС готові та будуть приймати участь у підготовці конкретних документів

Збалансовані дії державних органів професійних учасників ринку повинні стати передумовою відтворення фондового ринку як одного із факторів економічного зростання

Конференція Асоціації "ПФТС"
26 вересня 1998 року