



USAID
ВІД АМЕРИКАНСЬКОГО НАРОДУ

Проект розвитку ринків капіталу

АНАЛІЗ ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ СТОСОВНО ІНІЦІАТИВ ЩОДО ПЕРЕВЕДЕННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У ЕЛЕКТРОННУ ФОРМУ ІСНУВАННЯ ЗГІДНО ЗАКОНІВ УКРАЇНИ «ПРО АКЦІОНЕРНІ ТОВАРИСТВА» ТА «ПРО НАЦІОНАЛЬНУ ДЕПОЗИТАРНУ СИСТЕМУ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЕЛЕКТРОННОГО ОБІГУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ»

Підготовлено

Робертом Д. Страхотою

**старшим радником з питань фондового ринку
Проекту USAID «Розвиток ринків капіталу»
Київ, Україна**

27 липня 2010 р.

I. Вступ

Згідно норми статті 20.2 Закону України «Про акціонерні товариства» (Закон про АТ), до 29 жовтня 2010 року усі випуски акцій акціонерних товариств (АТ) мають бути «іменними» і існувати «виключно у бездокументарній формі». Стаття 20.2 стосується випусків акцій новостворених АТ, а також усіх інших випусків акцій приблизно 10 000 відкритих та 20 000 закритих акціонерних товариств. Законом про АТ також передбачено, що до 30 квітня 2011 року усі існуючі АТ повинні вирішити, чи будуть вони публічними АТ згідно Закону про АТ, приватними АТ з не більш як 100 акціонерами, або ж вони трансформуються в структуру з іншою організаційно-правовою формою, на яку не поширюється дія Закону про АТ. На жаль, цим законом не передбачено жодних санкцій за невиконання цих вимог акціонерними товариствами.¹

Окремою ініціативою Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), де не міститься посилання на вимоги Закону про АТ щодо дематеріалізації випусків акцій або на встановлений цим законом крайній строк, є запропоновані Комісією зміни до Положення ДКЦПФР «Про порядок переведення випуску іменних акцій документарної форми існування у бездокументарну форму існування» (Положення про дематеріалізацію).² На відміну від вимог Закону про АТ щодо дематеріалізації, ця ініціатива Комісії не встановлює чіткого крайнього строку для завершення дематеріалізації. Натомість, у запропонованих ДКЦПФР змінах до Положення про дематеріалізацію сказано, що окремі АТ скликать загальні збори, на яких акціонери ухвалюватимуть рішення щодо конкретного строку, до якого їх товариство має завершити переведення іменних акцій в бездокументарну (електронну) форму.

У Пояснювальній записці до Положення про дематеріалізацію сказано, що повноваження ДКЦПФР для ухвалення цього Положення ґрунтуються на змісті другого абзацу пункту 1 Розділу VI Закону України «Про національну депозитарну систему (надалі – НДС) та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (надалі – Депозитарний закон), де сказано:

«Емітенти, які випустили цінні папери до набрання чинності Законом України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні", зобов'язані протягом шести місяців з дня його опублікування визначитися щодо впорядкування форм випуску цінних паперів, емісія яких визнана такою, що відбулася, і привести форми випусків своїх цінних паперів у відповідність з вимогами цього Закону. Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку визначає вимоги до сертифікатів цінних паперів, випущених у документарній формі».

Незважаючи на те, що Депозитарний закон був ухвалений 1997 року, і що шестимісячний термін, встановлений емітентам для виконання цієї норми закону, закінчився вже більш як одинадцять років тому, у Пояснювальній записці сказано, що наслідки невиконання емітентами зазначеної вище норми є на сьогодні «проблемою, яка потребує негайного вирішення». Однак ще через чотири абзаци у Пояснювальній записці зазначається, що «поступовий перехід на бездокументарну форму існування випусків іменних акцій є наступним кроком ринку, який має підтримати Комісія».

Виходячи з Положення про дематеріалізацію та Пояснювальної записки, можна зробити висновок, що ДКЦПФР вдається до поступового застосування політики «батога і пряника» щодо

¹ Єдині санкції, визначені у Законі про АТ, стосуються випадків, коли товариства не внесуть, як того вимагає закон, відповідні зміни до статуту та інших установчих документів.

² Положення про дематеріалізацію було ухвалено згідно Рішення ДКЦПФР № 398 (від 14.09.2004 р.) із змінами та доповненнями, внесеними до нього Положенням ДКЦПФР № 955 (29.08.2008 р.). Думки, висловлені у цьому звіті, стосуються чинної версії Положення про дематеріалізацію та запропонованих ДКЦПФР змін.

дематеріалізації. Пряник, як сказано у Пояснювальній записці, полягає в тому, що Положення про дематеріалізацію “дає емітентам можливість перевести випуски свої акцій у бездокументарну форму існування за наявності рішення загальних зборів про переведення у електронну форму 100% своїх акцій”. Батогом є посилання ДКЦПФР у Пояснювальній записці на те, що в разі невиконання емітентом вимог, що містяться у другому абзаці пункту 1 Розділу VI Депозитарного закону, ДКЦПФР, згідно пункту 18 статті 7 глави 2 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів України», «підготує і організує застосування заходів впливу, які мають на меті недопущення порушень чинного законодавства України з цінних паперів”.

Вимогою Положення про дематеріалізацію є розміщення у НДС України усіх випусків акцій, переведених у бездокументарну форму існування за рішенням загальних зборів емітентів. Це має виконуватися через встановлення крайньої дати закриття реєстру, до якої реєстратор емітента має передати реєстр акціонерів емітента на дату його закриття банку-зберігачу або зберігачеві торговця цінними паперами, якого обрав емітент. Такий зберігач має бути членом депозитарію, який є членом НДС. Депозитарій також обирається емітентом. Наслідком виконання цієї вимоги має бути припинення існування реєстраторів тих емітентів іменних акцій, які були переведені у бездокументарну форму і передані до НДС, незважаючи на статтю 1 Депозитарного закону, яким визначено, що реєстратори, зберігачі і депозитарії є прямими учасниками НДС, і що згідно п.1 статті 9 реєстр власників іменних цінних паперів ведуть реєстратори, якщо кількість таких власників акцій емітента перевищує ту кількість, яку визначила ДКЦПФР, щоб заборонити такому емітенту вести власний реєстр. Положення про дематеріалізацію та Пояснювальна записка не звертають увагу на ці явні розбіжності між Депозитарним законом та Положенням.

I. Мета та рекомендації

Метою даного звіту є:

1. пояснити, чому ані Закон про АТ, ані Депозитарний закон та Положення про дематеріалізацію не створюють достатньої правової бази для дематеріалізації та створення і впровадження НДС; та
2. пояснити, чому правовим підґрунтям дематеріалізації цінних паперів та впровадження НДС має бути Закон про АТ з прийняттям відповідних змін до нього та відповідних змін до законопроекту «Про систему депозитарного обліку» (далі – законопроект про Депозитарну систему),³ та
3. надати відповідні пояснення у формі дев’яти рекомендацій, які варто розглянути українським органам державної влади, якщо вони хочуть мати ефективну НДС, яка здатна задовольнити потреби учасників фондового ринку.

Ось ці рекомендації:

1. Докладаючи зусилля для створення НДС, українські урядовці повинні врахувати відмінність між депозитарною та розрахунково-кліринговою функціями такої системи, як це рекомендовано стосовно публічних компаній найкращою міжнародною практикою, та функцією реєстрації прав власності, яку така система може запропонувати для більш широкого кола цінних паперів, навіть незважаючи на те, що найкраща міжнародна практика не вимагає централізації реєстраційної функції.

³ Пункт 30 Плану заходів щодо реалізації загальних напрямів розвитку фондового ринку України 2006-2010 рр., ухваленого Кабміном на виконання Постанови №131-р від 7.03.2006р., прямо покладає на ДКЦПФР відповідальність за “проходження у Верховній Раді» законопроекту «Про депозитарну систему» «постійно, до його ухвалення”.

2. Для того, щоб здійснити дематеріалізацію та розмістити дематеріалізовані цінні папери у НДС, дуже важливо визначити для цього обов'язкові для виконання крайні терміни та впровадити санкції за недотримання цих вимог. У більшості випадків для дематеріалізації не потрібно схвалення відповідного рішення загальними зборами акціонерів. Однак необхідно забезпечити захист прав власників цінних паперів, що існують у документарній формі.
3. Депозитарна та розрахунково-клірингова складова НДС визначається ринком і стосується лише цінних паперів тих АТ, які мають реальну можливість публічно торгуватись. Приватні АТ та/або АТ, в яких не більше 100 акціонерів, що володіють цінними паперами будь-якого класу, не повинні включатися до депозитарної та розрахунково-клірингової складової депозитарної системи.
4. Незалежно від того факту, що Закон про АТ містить вимогу, щоб усі випуски акцій публічних компаній пройшли лістинг на біржі, досвід сусідніх країн свідчить, що Україні не слід чекати, що на біржовому ринку країни торгуватимуться акції більш ніж 500 АТ, до яких існуватиме значний інтерес, плюс акції публічних закритих інвестиційних фондів та корпоративні і муніципальні облигації з публічним розміщенням. Це та група цінних паперів, для якої суттєвою вимогою є дематеріалізація та розміщення у депозитарній та розрахунково-кліринговій складовій НДС.
5. Впровадження найкращої міжнародної депозитарної діяльності та розрахунків і клірингу вимагає існування лише одного центрального депозитарію для корпоративних пайових і боргових цінних паперів, що наразі пропонується у законопроекті Про депозитарну систему.
6. Якщо реєстраційна функція буде окремою складовою депозитарної системи, структура НДС стане кращою, а сама НДС працюватиме ефективніше, що дозволить забезпечити справедливіший розподіл витрат у системі. За такого підходу електронний реєстр більшої кількості АТ, чиї цінні папери не будуть публічно торгуватися на ринку, вестиметься за рахунок їх емітента. Лише витрати, пов'язані з операційною діяльністю депозитарної та розрахунково-клірингової складової НДС, будуть компенсуватися учасниками ринку (банками та торговцями цінними паперами), які, можливо, відноситимуть ці витрати на рахунок інвесторів, які продають і купують цінні папери.
7. Вимоги Положення про дематеріалізацію щодо передачі реєстру акціонерів від реєстраторів до зберігачів і щодо підписання акціонерами нового договору із зберігачем про обслуговування їх індивідуальних рахунків за рахунок акціонерів є концептуально помилковими, тому такі вимоги слід відмінити. Коли учасниками НДС будуть багато АТ, хоча їх цінні папери публічно не торгуються, буде нелогічним і несправедливим вимагати від їх акціонерів витратити час і кошти на укладення договору із зберігачем, як це записано у Положенні про дематеріалізацію, у той час як послуги зберігача таким акціонерам не потрібні. Логічнішим рішенням, враховуючи попередньо існуючу практику в Україні, була б вимога, щоб ведення електронних реєстрів акціонерів публічних товариств відбувалося в НДС, визначивши, що лише реєстратори, яким наразі дозволено виконувати реєстраційні функції, слугуватимуть єдиною точкою для змін у цих електронних реєстрах.
8. Вирішуючи, які цінні папери треба дематеріалізувати і включити до реєстраційної складової НДС, державним установам України слід виходити з розмежування публічних

і непублічних компаній. Скоріше всього, витрати, пов'язані з дематеріалізацією, коли вимагається, щоб приватні компанії, у яких не більше 100 акціонерів, дематеріалізували свої випуски цінних паперів і стали учасниками НДС, можуть звести нанівець усі переваги дематеріалізації. Однак, замість встановленого наразі Комісією обмеження не більше як 150 акціонерів для тих АТ, яким буде дозволено вести власний реєстр, більш логічно було б замінити його обмеженням не більш як 100 акціонерів, як це прописано у Законі про АТ щодо приватних АТ.

9. Необхідно встановити законом норму про переведення документарних акцій на пред'явника в електронну форму.

II. Пояснення до рекомендацій.

1. Докладаючи зусилля для створення НДС, українські урядовці повинні врахувати відмінність між депозитарною та розрахунково-кліринговою функціями такої системи, як це рекомендовано стосовно публічних компаній найкращою міжнародною практикою, та функцією реєстрації прав власності, яку така система може запропонувати для більш широкого кола цінних паперів, навіть незважаючи на те, що найкраща міжнародна практика не вимагає централізації реєстраційної функції.

Основним призначенням центрального депозитарію цінних паперів є забезпечення депозитарного та розрахунково-клірингового обслуговування біржових угод з цінними паперами, що публічно торгуються. У Звіті Групи 30 за 1989 рік, який включає дев'ять рекомендацій щодо найкращої практики клірингу і розрахунків за угодами з цінними паперами, ця функція має таке пояснення:

«Основною функцією Центрального депозитарію цінних паперів (Central Securities Depository, або ж скорочено CSD) є знерухомлення або дематеріалізація цінних паперів, яке забезпечує обробку основної маси угод з цінними паперами в електронній формі. Депозитарна система є основою для забезпечення ефективних розрахунків за угодами з мінімальним рівнем ризику».⁴

У Звіті 30 зазначено також, що:

“CSD може мати спроможність для клірингу угод, надійного зберігання цінних паперів та обробки розрахунків/пост-розрахунків за угодами з цінними паперами та обробки інформації, як от про корпоративні дії та виплату дивідендів /відсотків”⁵ [виділено нами].

Наведене вище посилання на пост-розрахунки за угодами з цінними паперами включає в себе функцію фіксації переходу права власності у реєстрі емітента в результаті проведеного через CSD розрахунку за угодою або внаслідок інших обставин, таких як додатковий випуск цінних паперів емітентом або перехід власності на папери, який не є наслідком публічної торгівлі, як це відбувається, наприклад, у випадку дарування або наслідування. Цю функцію можна також назвати функцією реєстрації цінних паперів.

З 1989 року, коли було оприлюднено вже згаданий Звіт Групи 30, ця Група та ряд інших організацій, таких як Комітет IOSCO з платіжних і розрахункових систем (далі скорочено CPSS-

⁴ Звіт Групи 30, стор. 7.

⁵ Там же.

IOSCO), Міжнародна асоціація організацій, що обслуговують ринок цінних паперів (ISSA), Комітет регуляторів ринку цінних паперів країн Європи (CESR) та Європейський Центральний банк (ECB), надали додаткову кількість рекомендацій щодо найкращої практики клірингу, розрахунків та операційної діяльності і регулювання центральних депозитаріїв цінних паперів. Однак досі немає єдиної, загальноприйнятої рекомендації на базі найкращої міжнародної практики стосовно функції реєстрації цінних паперів, незалежно від того, це дематеріалізовані цінні папери чи папери, що існують у документарній формі.

В деяких країнах існує система з центральним депозитарієм, яка також включає централізовану функцію реєстрації права власності на цінні папери; таку систему, здається, має намір впровадити у себе Україна. В інших країнах використовується система з відокремленими центральним депозитарієм та центральним реєстратором. У тих країнах, де централізовано функції реєстрації права власності на цінні папери, існує різна практика контактування з центральним реєстратором: в одних країнах акціонери можуть безпосередньо мати справу з реєстратором, а в інших країнах для цього потрібно діяти через посередників. У багатьох країнах не централізують функцію реєстрації. У таких країнах законом чи правилами фондових бірж передбачено, що реєстр компаній (зазвичай тих, чиї цінні папери торгуються на біржах) повинна вести стороння організація, у той час як в інших країнах кожна компанія-емітент сама вирішує, вести реєстр власними силами чи скористатися послугами реєстратора-третьої особи. У тих країнах, де реєстр може вести як сам емітент, так і незалежний реєстратор, це питання вирішується в залежності від кількості акціонерів, причому така кількісна межа у різних країнах є різною.

Як це може стосуватися фондового ринку України? В Україні на разі на біржах торгуються цінні папери близько 200 АТ та певна кількість випусків корпоративних та муніципальних облігацій з обмеженим обсягом угод, а також деяка кількість цінних паперів закритих інвестиційних фондів. Як мінімум, це ті цінні папери, чиє знерухомлення у центральному депозитарії та чиє розрахунково-клірингове обслуговування в електронній формі є найбільш важливим для того, щоб центральний депозитарій цінних паперів міг виконувати функції клірингу та розрахунків.⁶

Втім, в Україні існують приблизно 10 000 відкритих і 20 000 закритих АТ, яким невдовзі доведеться вирішувати, перетворюватися їм на публічні або приватні АТ, як того вимагає Закон про АТ, чи здійснити перетворення в іншу організаційно-правову форму, на яку не розповсюджується дія Закону про АТ. Навіть якщо припустити, що кількість тих товариств, що вирішили стати публічними, буде значно меншим за 10 000, і навіть за умови, що, як рекомендовано далі, що членами НДС мають бути лише публічні АТ або АТ з більш як 100 акціонерами,⁷ зрозуміло, що до НДС будуть включені значно більше АТ, щодо яких депозитарна система має забезпечити функцію реєстрації права власності, аніж кілька сотень тих цінних паперів, для яких депозитарна система повинна забезпечити функції клірингу і розрахунків.⁸

⁶ До цього кола і в цьому значенні не входять українські державні цінні папери, оскільки їх розрахунково-клірингове обслуговування виконує окремий депозитарій.

⁷ Посилання у цій роботі на приватні АТ або АТ, де не більше 100 акціонерів, може здатися зайвим, тому що у Законі про АТ сказано, що у приватних АТ не може бути більше ніж 100 акціонерів. Однак автору цього звіту стало відомо, що, оскільки у Законі про АТ відсутні заходи правозастосування для забезпечення виконання емітентами цього максимального кількісного обмеження у 100 акціонерів, деякі АТ, в яких понад 100 акціонерів, уже внесли зміни до статуту, стверджуючи, що вони є приватними АТ. Крім цього, приватне АТ може здійснити публічну пропозицію не акцій, а інших цінних паперів, які можуть бути придбані більш ніж 100 інвесторами. Тому, для цілей цього звіту та будь яких змін у законодавчо-нормативну базу, яку уряд України може вирішити внести, вирішуючи, які АТ мають бути членами НДС, автор, з усією повагою, хотів би запропонувати як доречне те формулювання, що було щойно вжито ним.

⁸ За інформацією, наданою нашому Проекту, з приблизно 14 000 АТ, що подають звітність регулятору та проводять загальні збори акціонерів, 50%-60% з цих АТ мають не більше 100 акціонерів. Виходячи з цієї приблизної оцінки,

Якщо Україна хоче мати ефективну НДС, здатну виконувати як функцію реєстрації права власності, так і функції клірингу і розрахунків, важливо щоб державні органи України визнали і взяли до уваги значну різницю у числі АТ, чії акціонери будуть отримувати користь від можливості користуватися кожною з цих функцій. Зокрема, якщо розрахунково-клірингова функція, яка має бути головним пріоритетом для депозитарної системи, буде обтяжена надмірними витратами на функцію реєстрації права власності, учасникам фондового ринку доведеться користуватися недостатньо ефективною і високо витратною системою для клірингу і розрахунків.⁹

На цю проблему не звертають належної уваги ні Закон про АТ, ні Закон про Національну депозитарну систему, ні Положення про дематеріалізацію. У Законі про АТ просто говориться про дематеріалізацію випусків акцій усіх АТ, без визначення вимог до НДС. Якщо читати Положення про дематеріалізацію буквально, то можна вважати, що воно стосується усіх АТ. Однак, з огляду на те, що для дематеріалізації випусків своїх акцій АТ потрібно отримати відповідне рішення загальних зборів, це Положення, по суті, залишається добровільним, допоки ДКЦПФР не вдасться до додаткових кроків, щоб зробити дематеріалізацію обов'язковою вимогою. У зв'язку з цим стаття 6.1 Закон про Національну депозитарну систему містить таку норму:

«Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку ухвалює перелік цінних паперів, які будуть обслуговуватися у НДС.»

Однак замість того, щоб використати цю норму для визначення, які саме АТ мають бути членами НДС, ДКЦПФР просто дала назви типів цінних паперів, які можуть обслуговуватися в НДС, наприклад, акції, облигації тощо. Малоімовірно, що це роз'яснення відповідає тому, що передбачено статтею 6.1.

У законопроекті Про депозитарну систему відсутня норма, подібна до ст. 6.1. Складається враження, що у CSD мають бути розміщені випуски цінних паперів усіх емітентів. Потенційно це може стосуватися цінних паперів 30 000 АТ.

Жодний із зазначених альтернативних варіантів не дає задовільного результату. До законопроекту Про депозитарну систему слід внести зміну, згідно якої, в разі її ухвалення, членами НДС повинні бути лише публічні АТ та ті АТ, певний клас цінних паперів яких (акцій чи облигацій) придбали понад 100 осіб. Включення до НДС усіх публічних АТ здається виправданим доти, поки Закон про АТ містить вимогу, що акції усіх публічних АТ мають пройти лістинг на біржі. Однак враховуючи той факт, що кількість АТ, чії цінні папери фактично торгуються на біржі буде значно меншою за загальну кількість публічних компаній (див. Рекомендацію 4 далі), закон має надати ДКЦПФР повноваження визначати кількість тих АТ з загальної кількості публічних АТ, які мають бути включеними у депозитарну та розрахунково-клірингову складову НДС.

2. Депозитарна та розрахунково-клірингова складова НДС визначається ринком і стосується лише цінних паперів тих АТ, які мають реальну можливість стати публічними компаніями, папери яких котируються на біржі. Приватні АТ та/або АТ,

можна сказати, що в разі, якщо членами НДС будуть лише ті АТ, де більше 100 акціонерів, функція реєстрації права власності стосуватиметься принаймні 7 000 АТ.

⁹ Ще одним питанням є уникнення невиправданих витрат для акціонерів АТ, про що йдеться далі у Рекомендаціях 6, 7 та 8.

в яких не більше 100 акціонерів, що володіють цінними паперами будь-якого класу, не повинні включатися до розрахунково-клірингової складової депозитарної системи.

Якщо прочитати буквально Закон про АТ, можна зробити висновок, що закон вимагає переведення у бездокументарну форму існування акцій усіх АТ в країні до 29 жовтня 2010 року. Проте цей закон не містить жодних санкцій за невиконання цієї вимоги і не говорить нічого про розміщення дематеріалізованих акцій у НДС. Більше того, ДКЦПФР, Міністерство юстиції та Державний комітет України з регуляторної політики та підприємництва (Держкомпідприємство) лише ускладнили ситуацію, видавши роз'яснення, в яких підкреслили, що існуючі наразі ВАТ та ЗАТ мають виконувати вимоги усіх положень Закону про АТ лише після внесення відповідних змін до своїх статутів.¹⁰ За Законом про АТ усі АТ мають привести свої статuti та внутрішні документи у відповідність з цим законом до 29 квітня 2011 року.

Якщо інтерпретувати усі інші положення Закону про АТ як залежні від внесення відповідних змін до статуту АТ, можна припустити, що в разі, якщо АТ не запропонує зборам проголосувати за внесення відповідних змін до статуту або не отримає 75% голосів, які необхідно отримати за Цивільним кодексом для внесення змін до статуту, то такого товариства не стосуватимуться вимоги щодо дематеріалізації та інші норми Закону про АТ. У багатьох випадках акціонер, що володіє контрольним пакетом акцій, або група акціонерів, що спільно володіють принаймні 25% голосуючих акцій, матимуть можливість блокувати застосування цього закону до їх товариства. По суті, дана інтерпретація Закону про АТ з боку державних органів України перетворила його із закону, обов'язкового для виконання до певного крайнього строку, на закон, реалізація якого залежить від узгодженого (консенсусного) рішення 75% акціонерів кожного товариства.

Закон Про депозитарну систему не містить вимоги щодо голосування акціонерів на підтримку дематеріалізації випуску акцій емітента. Однак у Положення про дематеріалізацію Комісія включила вимогу щодо прийняття зборами відповідного рішення, перш ніж можна буде починати процес проведення дематеріалізації випуску цінних паперів документарної форми існування. При цьому ДКЦПФР не пояснює, чому вважає потрібним виносити це питання на загальні збори. Дематеріалізація ніяк не змінює матеріальні права власників цінних паперів. Можливо, ДКЦПФР вважає, що право власності на документарні цінні папери є частиною умов володіння цінними паперами, тому для зміни таких умов і потрібно голосування акціонерів. Однак це може бути так лише за умови, що у статуті АТ зазначено потрібну форму існування його цінних паперів.

Крім цього, те, що в Положенні про дематеріалізацію називається дематеріалізацією, насправді є знерухомленням цінних паперів, тому що у НДС розміщується лише один глобальний сертифікат випуску цінних паперів.¹¹ Пояснення такої відмінності дають Комітет регуляторів ринку цінних паперів країн Європи (CESR) та Європейський Центральний банк (ЕЦБ) в оприлюднених ними у травні 2009 року «Рекомендаціях щодо систем розрахунків за угодами з цінними паперами та центральних контрагентів у країнах ЄС»:

«Для просування ідеї знерухомлення усіх сертифікатів конкретного випуску, юрисдикція може заохочувати учасників до випуску глобального сертифікату, який представляє собою увесь випуск. Наступним кроком для припинення обігу документарних цінних паперів є повна дематеріалізація випуску цінних паперів. У такому підході глобальний

¹⁰ Роз'яснення ДКЦПФР № 8 від 14.07. 2009 із змінами згідно Рішення ДКЦПФР № 712 від 21.07.2009; Лист з роз'ясненнями Міністерства юстиції від 5.10.2009; та Лист Держкомпідприємства № 5224 від 5.07.2009 р.

¹¹ В п. 2 ст. 20 просто вимагається, щоб акції існували у бездокументарній формі, однак через те, що там нічого не сказано щодо того, як саме це зробити у контексті НДС, неможливо зробити висновок, що саме передбачається Законом про АТ, - дематеріалізація чи знерухомлення.

сертифікат не випускається, тому що права та обов'язки за цінними паперами виникають з електронних записів у електронному реєстрі».¹²

У свою чергу, в Глосарії до Звіту CPSS-IOSCO 2001 року щодо систем розрахунків за угодами з цінними паперами дематеріалізація визначається як «відмова від фізичних (паперових) сертифікатів чи документів, що посвідчують право власності на цінні папери, на користь існування цінних паперів лише у формі облікових записів». Натомість, знерухомилення визначається як «розміщення фізичних (паперових) сертифікатів цінних паперів та фінансових інструментів у центральному депозитарії цінних паперів з метою фіксації у подальшому переходу права власності у формі електронних записів, тобто, списання відповідних цінних паперів з рахунку продавця та зарахування їх на рахунок покупця у депозитарії».

Тому за виключенням нечисленних випадків, коли в статут українського АТ слід внести зміну, оскільки там конкретно вказано, що його цінні папери мають існувати у документарній формі, здається, не існує підстав вимагати, щоб для здійснення дематеріалізації (або знерухомилення) емітент ставив це питання на голосування на загальних зборах його акціонерів.

На жаль, небажаним наслідком такої інтерпретації державними органами України Закону про АТ та включення Комісією у Положення про дематеріалізацію вимоги про затвердження цього питання загальними зборами є те, що в Україні відсутня можливість застосування оперативної і ефективної альтернативи для побудови її НДС. Навіть на те, щоб отримати потрібну згоду більшості акціонерів на дематеріалізацію хоча б у тих 200 АТ, акції яких котируються на біржах, можуть піти роки (без гарантії успішного результату голосування), в той час як включення цих товариств у розрахунково-клірингову складову НДС є критично важливим для залучення випусків їх цінних паперів у біржову торгівлю в Україні.

Інші країни, що бажали здійснити дематеріалізацію, вдалися до рішення цього питання на законодавчому рівні, який передбачає обов'язкове досягнення результату відповідних заходів. Україні доцільно застосувати саме такий підхід. Це питання не є складним. Усе, що для цього потрібно, це кілька коротких абзаців у змінах до Закону про АТ або законопроекту Про депозитарну систему, включаючи норму, що встановлює окремий крайній строк для дематеріалізації, незалежно від того, коли набувають чинності інші норми Закону про АТ. З самого початку Законом АТ передбачалося введення цієї норми в дію до 29 жовтня 2010. Однак у зв'язку з тим, що українські урядовці та учасники ринку уже майже рік обговорюють проблеми, пов'язані з цим крайнім строком, і чи має стосуватися вимога щодо дематеріалізації усіх АТ, можливо, буде логічним окремим законодавчим актом перенести цей строк на пізнішу дату. Якщо ж дематеріалізації підлягатимуть лише цінні папери публічних АТ, цей строк не треба буде переносити більше ніж до кінця 2011 року.

І хоча це потребуватиме також прийняття декількох підзаконних актів, вони будуть набагато меншими за обсягом, ніж Положення про дематеріалізацію, яке містить багато непотрібних процедур. У змінах до Закону про АТ мають бути враховані такі питання:

- Визначити ті АТ, що мають здійснити дематеріалізацію випусків своїх цінних паперів, *тобто*, усі публічні АТ, або ті, в яких певним класом цінних паперів володіє 100 або більше акціонерів).¹³

¹² стор. 46.

¹³ Див. Рекомендацію 8 далі, де дано пояснення, чому є непрактичним включати у НДС приватні АТ або АТ з менш ніж 100 акціонерами, які володіють цінними паперами певного класу.

- Підкреслити, що ці компанії-емітенти акцій, що існують у документарній формі, включаючи акції на пред'явника, випущені до набрання чинності цим законом, повинні дематеріалізувати їх до певної дати (але не пізніше 31 грудня 2011 року) та ввести обмеження, викладені нижче, стосовно акцій, випущених у документарній формі, які дематеріалізуються до визначеного строку (до «дати дематеріалізації»).
- Впровадити норму, згідно якої боргові цінні папери, випущені після дати дематеріалізації, повинні існувати в іменній, дематеріалізованій формі. З часом, по досягненні строку погашення більше не залишиться боргових цінних паперів на пред'явника, що були випущені до дати дематеріалізації.
- Визначити, що рішення АТ-емітента щодо дематеріалізації ухвалює Наглядова рада АТ, і для цього не потрібно ставити це питання на ухвалення загальними зборами, за виключенням ситуації, коли необхідно внести зміни у статут АТ, яким прямо передбачено існування цінних паперів компанії у документарній формі.
- Ввести вимогу про оприлюднення емітентами у пресі рішення про дематеріалізацію, і про подання примірника такого рішення до ДКЦПФР та до центрального депозитарію НДС.
- Ввести норму, за якою АТ має розіслати повідомлення усім власникам його акцій у документарній формі, щоб вони передали їх до центрального депозитарію через реєстратора відповідного АТ, а через АТ-емітента, який не має реєстратора, або через одну з фірм-торговців цінними паперами чи через банк-зберігач, що є членом центрального депозитарію, із визначенням крайнього строку їх передачі, щонайменше протягом [30 днів] після розсилки такого повідомлення і не менш ніж за [15 днів] до дати дематеріалізації.
- Ввести норму про те, що правила і процедури заміни паперової форми акцій на електронну, які подаються на затвердження до ДКЦПФР, визначає центральний депозитарій НДС.
- Передбачити розміщення у центральному депозитарії глобального сертифікату певної форми по кожному дематеріалізованому випуску, з наданням копії примірника кожного сертифікату на затвердження ДКЦПФР.¹⁴
- Ввести норму, що реєстратори або АТ, які самостійно ведуть реєстр, передають центральному депозитарію НДС нотаріально засвідчену копію реєстру акцій, що дематеріалізуються, із зазначенням власників усіх випущених акцій у електронній формі та усіх акцій, які залишаються у документарній формі існування станом на дату дематеріалізації.
- Зобов'язати АТ, яке має здійснити дематеріалізацію, але не має реєстратора, призначити реєстратора, який виконуватиме функцію зв'язку з реєстраційним компонентом НДС.¹⁵
- Зобов'язати реєстраторів АТ встановити електронний зв'язок з реєстраційним компонентом НДС згідно з положеннями НДС.
- Впровадити норму, згідно якої у випадку виникнення будь-яких невідповідностей між документами реєстратора АТ та електронним реєстром НДС контрольним варіантом є електронний реєстр НДС.
- Встановити як обов'язкову вимогу для реєстратора повідомити не пізніше ніж у кінці наступного робочого дня АТ-емітента, кожному фондову біржу, на якій торгуються акції емітента, та ДКЦПФР про те, коли було сформовано такий електронний реєстр, або про невиконання вимоги щодо формування такого реєстру до закінчення встановленого строку.
- Заборонити центральному депозитарію, реєстраторам та АТ-емітентам здійснювати перехід права власності на акцій у документарній формі після дати дематеріалізації.
- Встановити штрафи та інші санкції, що мають застосовуватися до центрального депозитарію, АТ-емітентів та реєстраторів в разі порушення ними встановленого крайнього строку.

¹⁴ Кількість дематеріалізованих акцій за глобальним сертифікатом буде зростати по мірі того, як більше й більше акцій подаються на дематеріалізацію. Однак, у відсутність рішення емітента щодо скорочення кількості вже випущених акцій, кількість акцій, представлених глобальним сертифікатом, не повинна зменшуватися, тому що закон про АТ забороняє подальший випуск акцій у документарній формі існування.

¹⁵ Див. Рекомендацію 7 далі.

Наприклад, ДКЦПФР може накласти на емітента штраф розміром від 10% до 100% номінальної чи заявленої вартості випуску акцій за кожний місяць, що минув після крайнього строку, протягом того періоду, коли АТ-емітент не завершив процес дематеріалізації.

- Ввести норму, яка позбавляє усіх власників акцій документарної форми існування, що мають бути дематеріалізовані, та щодо яких належним чином встановлено дату дематеріалізації, права голосувати цими акціями на зборах, відчужувати, конвертувати або обмінювати ці акції або отримувати дивіденди за такими документарними цінними паперами після дату дематеріалізації, та заборонити емітентам або будь-яким іншим особам дозволяти або допомагати отримувати або реалізовувати будь-які з цих прав.¹⁶
- Встановити, що єдиним правом власників таких документарних акцій після дати дематеріалізації є право передати ці папери центральному депозитарію через фірму-торгівця цінними паперами або банк-зберігач, який є членом центрального депозитарію, або через реєстратора емітента (див. Рекомендацію 7) в обмін на еквівалентну кількість акцій у електронній формі.
- Заборонити емітентам затримувати передачу власниками документарних акцій центральному депозитарію або брати з них за це плату. Слід також визначити відповідні штрафні санкції за порушення даної вимоги.

Останні три пункти є надзвичайно важливими. Фундаментальною передумовою реалізації прав акціонерами є можливість визнання права власності, його фіксації та захисту. Ні у Законі про АТ, ні у Законі про депозитарну систему, ані у Положенні про дематеріалізацію не сказано, що стається з правами власника акцій документарної форми існування після закінчення крайнього строку дематеріалізації. Наприклад, у статті 1.8 Положення про дематеріалізацію просто сказано, що акції дематеріалізованого випуску забороняється купувати чи продавати з використанням сертифікатів цінних паперів. У Положенні не сказано, яким чином забезпечується продовження існування прав власників документарних акцій. Таке упущення також викликає певне занепокоєння у зв'язку з вимогою Положення про дематеріалізацію, що акціонери, для яких у зберігача відкрито рахунок у цінних паперах, повинні підписати новий договір із зберігачем за власні кошти акціонерів. У Положенні нічого не сказано, що відбуватиметься у разі, якщо акціонер цього не зробить. Чи матиме право, наприклад, зберігач, що має рахунки акціонерів, які не підписали нового договору із зберігачем, брати з них плату за ведення їх рахунків, навіть якщо акціонер жодного разу не звертався до зберігача і не погоджувався користуватися таким рахунком?

3. Депозитарна та розрахунково-клірингова складова НДС визначається ринком і стосується лише цінних паперів тих АТ, які мають реальну можливість публічно торгуватись. Приватні АТ та/або АТ, в яких не більше 100 акціонерів, що володіють цінними паперами будь-якого класу, не повинні включатися до депозитарної та розрахунково-клірингової складової депозитарної системи.

У Законі “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”, проекті нового Закону про депозитарну систему та в Положенні про дематеріалізацію є розбіжності щодо трактовки виконання функції реєстрації. Жоден з цих

¹⁶ Після переведення документарних цінних паперів в електронну форму, корпоративні права акціонерів будуть повністю поновлені. Про виплату дивідендів емітент і надалі буде оголошувати стосовно усіх випущених ним акцій, проте дивіденди не виплачуватимуться тим акціонерам, які не здали свої документарні акції. Натомість, ці дивіденди визнаватимуться у балансі відповідного АТ-емітента як зобов'язання. Оскільки дані про особу певної кількості акціонерів АТ та/або їх адреси, можливо, виявляться втраченими внаслідок процесу приватизації чи з інших причин, існує реальна можливість того, що акції у електронній формі та дивіденди їх власників стануть покинутим (безхозним) майном, спосіб розпорядження яким має регулюватись нормами відповідних законодавчих актів України. Автор не робив розвідки такого законодавства в Україні, однак практика інших країн передбачає передчу такого майна у доход держави в разі, якщо додаткові спроби розшукати власника акцій виявляються безуспішними.

документів не врегулює це питання належним чином. Наприклад, Закон “Про Національну депозитарну систему” передбачає (статті 1 та 12), що реєстратори є інститутом НДС. Положення про дематеріалізацію, яке начебто базується на Законі “Про Національну депозитарну систему”, скасовує інститут реєстраторів та вимагає відкриття рахунків дематеріалізованих цінних паперів у зберігачів-торговців цінними паперами чи в банках, що мають відповідні ліцензії. Проектом Закону про депозитарну систему передбачається таке: центральний депозитарій, заснований відповідно до такого закону, має також виконувати функцію центрального реєстратора. Існування ж окремих інститутів реєстраторів цим законопроектом не передбачено. Урегулювання таких непорозумінь має критично важливе значення для розвитку НДС.

З причин, докладніше висвітлених у Рекомендації 7 нижче, пропозиції ДКЦПФР у Положенні про дематеріалізацію мають вади, оскільки йдеться про поєднання функцій депозитарію та реєстратора. Тому банки-зберігачі та торговці цінними паперами, чия пряма участь у центральному депозитарії та НДС є ключовою умовою ефективного проведення розрахунково-клірингових операцій для цінних паперів обмеженої кількості акціонерних товариств, чії цінні папери торгуються публічно, можуть врешті-решт перебрати на себе функцію реєстратора для тисяч акціонерних товариств, публічна торгівля чийх цінних паперів залишається під питанням.

Можна застосувати двоступеневе вирішення цієї проблеми. Перш за все, українські регулятори мають визнати, що центральний депозитарій НДС, який також має надавати послуги реєстратора, повинен мати дві структурних одиниці чи підрозділи. Це пояснюється тим, що не всі АТ будуть включені в систему та потребуватимуть як надання розрахунково-клірингових послуг, так і послуг реєстратора. Перший підрозділ виконуватиме розрахунково-клірингову функцію центрального депозитарію для забезпечення ефективного клірингу і розрахунків по угодах з незначною кількістю цінних паперів українських акціонерних товариств, що мають торгуватися публічно. Прямими учасниками цього підрозділу центрального депозитарію мають бути торговці цінними паперами та банки, які виконують функцію зберігачів дематеріалізованих, публічно торгованих цінних паперів для своїх клієнтів. Другий підрозділ має виконувати функцію ведення реєстрів власників цінних паперів, випущених ширшою групою, до якої входять усі публічні АТ-емітенти, які є учасниками НДС. Однак й надалі вносити зміни в електронний реєстр власників цінних паперів у НДС можуть лише реєстратори, які уже мають ліцензію. Витрати на оплату їх діяльності та за користування обладнанням системи електронних реєстрів НДС мають фінансувати компанії-емітенти. Реєстратора слід вважати агентом АТ-емітента, і лише реєстратор має право звертатися до центрального реєстраційного підрозділу НДС від імені емітента або від імені акціонерів відповідного емітента. Див. Рекомендацію 7 далі.

Другим кроком буде визнання українськими регуляторами того, що для не публічних акціонерних товариств витрати на участь в центральній системі реєстрації можуть перевищувати усі потенційні переваги. Наприклад, наразі, зрозуміло, що ДКЦПФР дозволяє емітенту акціонерного товариства, до складу якого входить не більше як 150 акціонерів, вести свій реєстр акцій. У рекомендації 8 нижче запропоновано, щоб ліміт акціонерів був знижений зі 150-ти до 100, відповідно до Закону про АТ. Згідно зі змінами, ми не бачимо достатніх підстав вимагати, щоб непублічні акціонерні товариства дематеріалізували свої випуски цінних паперів або були учасниками НДС, оскільки такі витрати, найвірогідніше, перевищуватимуть будь-які можливі переваги.

У більш широкому плані, головним завданням регуляторів, центрального депозитарію та центрального реєстра на ринку цінних паперів є захистити інвесторів, які придбали публічно пропоновані цінні папери публічних компаній. Долучення НДС та ДКЦПФР до не обов'язкової діяльності стосовно не публічних АТ лише відволікатиме їх ресурси від того, що має бути їх місією.

У зв'язку з цим слід врахувати наміри уряду України щодо фінансування НДС. У параграфі 2 частини V Закону «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» закріплено таку норму щодо Кабінету Міністрів:

“- врахувати витрати в поточній та подальшій програмах національних бюджетів на фінансування та підтримати функціонування НДС, а також забезпечити проведення моніторингу за ринком цінних паперів доти, доки вони не стануть працювати на основах самофінансування;”

Якщо уряд готовий протягом невизначеного періоду часу фінансувати операційні витрати НДС за рахунок коштів державного бюджету, допоки така система не запрацює на основі самофінансування, то існує можливість, що навіть високі витрати не стануть перешкодою для розвитку фондового ринку, якщо такі високі операційні витрати системи не нестимуть емітенти та учасники ринку. Однак, навіть якщо таке припущення було вірогідним у 1997 році, коли був прийнятий Закон про НДС, воно здається зовсім неймовірним у 2010 році, коли Україна перебуває у вирі жорсткої макроекономічної кризи.

Пройшло п'ятнадцять років з того часу, коли почався розвиток ринків капіталу в Україні. Навіть якщо результати виявилися скромнішими, ніж очікувалось, прийшов час, щоб емітенти та учасники ринку взяли на себе операційні витрати функціонування ефективно структурованої НДС. У цьому плані українські регулятори повинні пам'ятати, що надання послуг національного реєстратора прав власності на цінні папери не є функцією центрального депозитарію чи НДС, як це стверджують деякі українські урядовці. У більшості країн центральні депозитарії, включаючи тих, що надають послуги реєстрації, обмежуються обслуговуванням компаній, акціонерами яких є власники цінних паперів певного класу, які торгуються публічно.

4. Незалежно від того факту, що Закон про АТ містить вимогу, щоб усі випуски акцій публічних компаній пройшли лістинг на біржі, досвід сусідніх країн свідчить, що Україні не слід чекати, що на біржовому ринку країни торгуватимуться акції більш ніж 500 АТ, до яких існуватиме значний інтерес, плюс акції публічних закритих інвестиційних фондів та корпоративні і муніципальні облігації з публічним розміщенням. Це та група цінних паперів, для якої суттєвою вимогою є дематеріалізація та розміщення у депозитарій та розрахунково-кліринговій складовій НДС.

Україні не потрібен більше як один центральний депозитарій цінних паперів для здійснення розрахунково-клірингового обслуговування угод з акціями та корпоративними облігаціями. Малоімовірно є й те, що в Україні активно торгуватиметься на фондових біржах понад 500 випусків акцій, емітованих публічними акціонерними товариствами, плюс обмежена кількість випусків корпоративних і муніципальних облігацій та акцій закритих інвестиційних фондів¹⁷. Згідно з Законом про акціонерні товариства, акції всіх публічних акціонерних товариств мають пройти лістинг на фондових біржах, однак ця вимога не впливатиме на кількість АТ, чиї акції торгуються на відкритому ринку. Для публічної торгівлі треба, щоб випуски акцій АТ були привабливими для інвесторів.

¹⁷ Боргові цінні папери можуть пройти або не пройти лістинг, однак вони все одно будуть, мабуть, торгуватися на позабіржовому ринку, якщо тільки одна чи більше бірж не зарппонують дилерську торговельну систему на умовах, прийнятних для учасників ринку, що продають і купують боргові цінні папери.

Ця рекомендація ґрунтується на офіційних даних інших країн, з подібними до України станом розвитку ринку та досвідом приватизації. Це такі країни, зокрема, як Болгарія, Хорватія, Чехія, Угорщина, Польща, Румунія, Росія, Словаччина та Словенія. В лістингу жодної з цих бірж немає паперів більш ніж 500 емітентів. На Варшавській фондовій біржі, найуспішнішій з бірж цих країн, лістинг включає менше 400 випусків акцій. Навіть у Росії, де було приватизовано через ваучерну приватизацію понад 14 000 державних підприємств, на усіх біржах торгуються цінні папери менш ніж 400 емітентів.

Одна з причин того, що лістинг на згаданих вище біржах країн-членів ЄС пройшла обмежена кількість випусків цінних паперів полягає в тому, що дуже мало емітентів у цих країнах здатні виконати жорсткі вимоги до розкриття інформації та до фінансової звітності, які містяться у законодавстві Євросоюзу з цінних паперів, яке поширюється на компанії, чії акції торгуються на «регульованих ринках» ЄС у значенні цього терміну, запропонованого у Директиві ЄС Про ринки фінансових інструментів (MiFID).

Українським регуляторам слід звернути на цю обставину особливу увагу. Оскільки Закон про АТ зобов'язує усі публічні компанії пройти лістинг на біржі, а для виконання цієї вимоги українським біржам доведеться пом'якшити свої лістингові вимоги, то це зменшить шанси фондових бірж України на визнання свого статусу як «регульованого ринку» ЄС, тому що більшість компаній-емітентів ще далекі до того, щоб відповідати стандартам ЄС щодо розкриття інформації та звітності. Відтак, вищезазначені кроки українських регуляторів можуть насправді завадити Україні досягти цілей, визначених Планом заходів на період 2006-2010 роки, а саме, гармонізувати законодавство з цінних паперів України із законодавством ЄС.

5. Впровадження найкращої міжнародної депозитарної діяльності та розрахунків і клірингу вимагає існування лише одного центрального депозитарію для корпоративних пайових і боргових цінних паперів, що наразі пропонується у законопроекті Про депозитарну систему.

Рекомендацією Три Групи Тридцяти, згідно зі Звітом 1989 року, закріплюється таке:

«Кожна країна повинна мати розвинутий і ефективно діючий центральний депозитарій цінних паперів, організація і керування діяльності якого сприяли б залученню (прямо і опосередковано) найбільшого числа учасників ринку до 1992 року».¹⁸

Для роз'яснення цієї рекомендації у Звіті сказано:

«У кожній державі має бути лише один центральний депозитарій цінних паперів. Існування декількох центральних депозитаріїв цінних паперів можливе за умови наявності встановленого між ними зв'язку».

Обґрунтуванням необхідності існування єдиного центрального депозитарію цінних паперів є те, що одна структура може ефективно провести знерухомлення та дематеріалізацію цінних паперів у документарній формі, надійно та одночасно провести грошові розрахунки та розрахунки в цінних паперах, а ефект масштабу значно скоротить витрати по операціях з цінними паперами¹⁹. Централізація даних щодо цінних паперів в рамках єдиного центрального депозитарію також підвищує операційну ефективність пост-

¹⁸ Звіт Групи Тридцяти, ст. 7.

¹⁹ Дивись, ст 51-52.

розрахункових функцій члена/учасника та інвесторів (наприклад, прискорення виплати дивідендів).

Відтак, ISSA посилила роз'яснення Групи Тридцяти щодо взаємозв'язків центрального депозитарію у наступній нормі:

“Якщо на одному ринку функціонує декілька центральних депозитаріїв, вони мають працювати за однаковими правилами і мати однакову практику з метою мінімізації ризику при розрахунках за угодами з цінними паперами, що дозволить ефективно використовувати кошти та перехресну заставу.”²⁰

Законопроект Про Депозитарну систему передбачає існування тільки одного центрального депозитарію цінних паперів. До вищого рівня НДС було включено й НДУ, незважаючи на те, що на НДУ не поширюється жодна з вимог статті 2.1, які мають виконуватися іншими депозитаріями. Це такі обов'язкові вимоги, як: «ведення рахунків для зберігачів та здійснення розрахункового-клірингового обслуговування угод з цінними паперами». Навіть враховуючи те, що НДУ у подальшому отримав від ДКЦПФР ліцензію на проведення клірингу і розрахунків, однак фактично НДУ усе ще не здійснює операційну діяльність згідно з правилами та практикою, що узгоджується з роботою інших ліцензованих депозитаріїв.

Завдяки зусиллям учасників ринку як їх очевидний вибір було засновано Всеукраїнський депозитарій цінних паперів (ВДЦП), який отримав від ДКЦПФР ліцензію на здійснення депозитарної діяльності. Якщо врахувати, що в Україні публічно наразі торгуються не більше 200 випусків цінних паперів, і що в подальшому їх кількість не перевищить 500, Україні непотрібно мати декілька депозитаріїв для обслуговування пайових цінних паперів та корпоративних облігацій. Якщо дозволити за таких умов функціонування більше одного депозитарію, це означатиме лише збільшення витрат для учасників фондового ринку, якщо їм доведеться у майбутньому користуватися послугами двох чи більше депозитаріїв, системи яких не пов'язані між собою.

- 6. Якщо реєстраційна функція буде окремою складовою депозитарної системи, структура НДС стане кращою, а сама НДС працюватиме ефективніше, що дозволить забезпечити справедливий розподіл витрат у системі. За такого підходу електронний реєстр більшої кількості АТ, чії цінні папери не будуть публічно торгуватися на ринку, вестиметься за рахунок їх емітента. Лише витрати, пов'язані з операційною діяльністю депозитарної та розрахунково-клірингової складової НДС, будуть компенсуватися учасниками ринку (банками та торговцями цінними паперами), які, можливо, відноситимуть ці витрати на рахунок інвесторів, які продають і купують цінні папери.**

Витрати на кліринг і розрахунки можна мінімізувати, розмежувавши функцію розрахунково-клірингового обслуговування та реєстраційну функцію центрального депозитарію НДС з обов'язковою умовою, що ці витрати будуть покладені лише на тих учасників ринку, що користуються розрахунково-кліринговими послугами за своїми угодами з цінними паперами.

Шляхом створення окремого департаменту реєстрації в рамках центрального депозитарію можна забезпечити окремо розподіл витрат на ведення реєстрів акціонерів АТ та здійснення корпоративних дій, за що мають платити емітенти.

²⁰ Рекомендації Групи Тридцяти та ISSA, Додаток Б; ст. 160.

Залишається критично важливе запитання: як здійснюватиметься адміністрування реєстраційної функції системи? Як зазначається в Рекомендації 1 вище, загальновизнаної найкращої практики щодо реєстрації прав власності на цінні папери не існує. Одні системи мають прямі відносини з акціонерами, інші – непрямі, використовуючи послуги реєстраторів та інших посередників чи дозволяючи емітентам вести власний реєстр акцій.

Наразі в Україні налічується близько 200 акціонерних товариств, чії акції торгуються публічно, і акціонерам яких вигідно тримали свої папери на рахунку, відкритому у зберігача, оскільки так можна мінімізувати кількість змін, що вносяться до реєстру акціонерів відповідного АТ. Як визначається в Рекомендації 4, малоімовірно, щоб кількість АТ, чії цінні папери торгуються на біржі, перевищила 500. З іншого боку, може існувати декілька тисяч АТ, в який є понад 100 акціонерів, які володіють якимось одним класом акцій чи інших іменних цінних паперів, обліковуваних у реєстраційному підрозділі системи. Ті числені акціонери АТ, випуски чііх цінних паперів публічно не торгуватимуться, не мають вигоди від користування послугами зберігача, які їм можуть надавати торгівці або банки-зберігачі, як це передбачається Положенням про дематеріалізацію.

- 7. Вимоги Положення про дематеріалізацію щодо передачі реєстру акціонерів від реєстраторів до зберігачів і щодо підписання акціонерами нового договору із зберігачем про обслуговування їх індивідуальних рахунків за рахунок акціонерів є концептуально помилковими, тому такі вимоги слід відмінити. Коли учасниками НДС будуть багато АТ, хоча їх цінні папери публічно не торгуються, буде нелогічним і несправедливим вимагати від їх акціонерів витратити час і кошти на укладення договору із зберігачем, як це записано у Положенні про дематеріалізацію, у той час як послуги зберігача таким акціонерам не потрібні. Логічнішим рішенням, враховуючи попередньо існуючу практику в Україні, була б вимога, щоб ведення електронних реєстрів акціонерів публічних товариств відбувалося в НДС, визначивши, що лише реєстратори, яким наразі дозволено виконувати реєстраційні функції, слугуватимуть єдиною точкою для змін у цих електронних реєстрах.**

Логічно припустити, що більшість власників цінних паперів АТ, які реально можуть торгуватися публічно, вважатимуть доцільним, щоб ці папери утримував у себе зберігач в особі банку або фірми-торговця цінними паперами які здійснюватимуть угоди з цінними паперами від їх імені. Нелогічною і зайвою є вимога до власників цінних паперів АТ, які навряд чи торигуватимуться публічно, щоб вони розміщали ці папери за власний кошт у зберігача. Вимоги Положення про дематеріалізацію щодо передачі реєстрів власників іменних цінних паперів від реєстраторів зберігачам цінних паперів і щодо перепідписання акціонерами договорів із зберігачем для обслуговування їх індивідуальних рахунків за кошти самих акціонерів є неправильними концептуально, і від них слід відмовитися, тому що вони помилково об'єднують депозитарну і реєстраційну функції як частину процесу дематеріалізації. Відтак банкам-зберігачам та торгівцям цінними паперами, безпосередня участь яких у центральному депозитарії є суттєвою умовою ефективного розрахунково-клірингово обслуговування угод з цінними паперами обмеженої кількості АТ, що публічно торгуються, доведеться зрештою взяти на себе функції реєстрації права власності на цінні папери тисяч АТ, чії папери ніколи не будуть публічно торгуватися.

ДКЦПФР не врахувала, що основна мотивація для торгівців цінними паперами та банків полягає в тому, щоб виконувати функції зберігача цінних паперів, що публічно торгуються, тому що функція зберігача забезпечує їх участь в операціях з цінними паперами на вторинному ринку. Торговці цінними паперами та банки отримують комісію за здійснення угод для осіб, для яких вони виступають зберігачами їх цінних паперів, а банки отримують плату за надання послуг

зберігача інституційним інвесторам, таким як інвестиційні та пенсійні фонди. У такій якості банки та торговці цінними паперами зазвичай мали б обслуговувати лише тих акціонерів, які є їх клієнтами. Їх послугами як клієнти не користуються усі акціонери того чи іншого АТ.

Дійсно, банки та торговці цінними паперами можуть виконувати реєстраційну функцію, однак зазвичай вони цього не роблять, надаючи, як зазначалося вище, послуги зберігача цінних паперів²¹. З цих міркувань, навряд чи для банків та торговців буде цікаво виконувати реєстраційну функцію для, можливо, тисяч АТ, чії папери не торгуються на біржі, як частину послуг зберігача, які вони надають для сприяння клірингу і розрахункам за угодами з цінними паперами. З іншого боку, малоймовірно, що акціонери АТ, чії акції не торгуються на біржах, погодяться переукласти угоди за власний рахунок із зберігачами, якщо акціонери не потребують послуг зберігача за угодами на вторинному ринку.

Використання запропонованого способу здійснення дематеріалізації та створення НДС може призвести як до зайвих витрат, так до нерівномірного розподілу витрат між учасниками ринку, що матиме негативний вплив на розвиток фондового ринку України. Щоб розібратися, чому так відбувається, важливо розуміти, що депозитарні та розрахунково-клірингові витрати є компонентом транзакційних витрат, які несуть учасники ринку при купівлі-продажу цінних паперів²². Оцінюючи інвестиційну привабливість певного ринку, інвестори братимуть до уваги рівень транзакційних витрат на ньому.

Як правило, запровадження центрального депозитарію цінних паперів з метою ефективнішого розрахунково-клірингового обслуговування угод з цінними паперами має підвищити надійність виконання угод та знизити вартість клірингово-розрахункових операцій у структурі транзакційних витрат. Однак такого результату навряд чи вдасться досягти в межах НДС України, як це на сьогодні пропонується в Положенні про дематеріалізацію, оскільки українські регулятори включили до цієї системи витрати на ведення реєстру акцій тисяч АТ, чії акції не торгуватимуться на біржах, і не визначили, яким чином забезпечити справедливий розподіл цих витрат, щоб уникнути надмірних транзакційних витрат для учасників ринку.

Звичайною практикою у більшості країн є те, що витрати на ведення реєстру акцій несе емітент, незалежно від того, ким ведеться реєстр, - центральним депозитарієм, окремим реєстратором чи самим емітентом. Сказане не виключає, що вартість певної послуги у системі реєстру не сплачує окремий акціонер.

Однак, у розділі 1.9 зазначено:

“Відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, зберігання акцій на цих рахунках здійснюється за рахунок емітента до моменту переукладання договору про відкриття рахунку в цінних паперах між власником цінних паперів та зберігачем.”

²¹ У багатьох країнах функцію реєстратора виконують банки, однак це не є частиною їх функції як зберігача. Це окрема функція, виконуючи яку, банки виступають уповноваженим реєстратором чи трансферним агентом.

²² До транзакційних витрат також включено комісії за брокерські послуги або націнки чи знижки за дилерськими операціями, комісійні за виконання угод на біржі, а також у деяких випадках податки на грошові перекази. На деяких ринках вартість розрахунково-клірингових послуг депозитарію цінних паперів включається до витрат брокерів-дилерів, і ці витрати відносяться на клієнта, а брокери-дилери сплачують послуги центрального депозитарію. На деяких ринках розрахунково-клірингові витрати депозитарія показують окремо у підтвердженні про виконання угоди або у іншій документації як частині звіту про виконання угод, а брокери-дилери просто стягують ці кошти з клієнтів і перераховують на користь депозитарію. В обох випадках вартість депозитарного та розрахунково-клірингового обслуговування зрештою сплачує клієнт.

Залишається незрозумілою мета такого економічно не вигідного, обтяжливого та, як нам здається, зайвого другого кроку. Як зазначено в Рекомендації 2 вище, важко забезпечити ефективне та вчасне завершення процесу дематеріалізації на добровільній основі.

Дозволимо собі висловити припущення, що ті кроки з метою дематеріалізації, що зазначені в розділі 1.9 та частині 5 Положення про дематеріалізацію, не спрацюють стосовно значної кількості АТ-емітентів, чий цінні папери не торгуються на біржі, та чий акціонери не зацікавлені у переукладанні зі зберігачем договору, який їм непотрібен. Справді, жодний процес дематеріалізації не може бути успішно реалізований, якщо витрати будуть нести акціонери. Витрати на ведення реєстру акціонерів в НДС мають нести самі акціонерні товариства, а не їх акціонери.

Логічнішим рішенням, враховуючи ту інфраструктуру, яка вже існує в Україні, буде не відмовлятися від поточної системи реєстраторів, а посилити її, встановивши додаткові запобіжні вимоги. Реєстри усіх АТ з понад 100 акціонерами, повинні обов'язково розміщуватися і вестися у електронній формі у системі НДС. Ці електронні реєстри мають бути вирішальними (контрольними) при визначенні права власності на відповідні папери. Однак замість зберігачів, як це пропонується Положенням про дематеріалізацію, кожному АТ слід дати можливість обрати на свій розсуд реєстратора, ліцензованого згідно вимог законодавства з цінних паперів, який буде центральною точкою вводу даних у систему, на основі якого здійснюватимуться усі відповідні зміни у системі реєстрів НДС. Такі реєстратори мають укласти стандартний договір з емітентами, які оплачуватимуть послуги реєстраторів та нестимуть інші витрати, пов'язані з веденням реєстру; наприклад, за надання виписки з реєстру власників акцій для проведення загальних зборів або виплати дивідендів. За такого підходу знімається необхідність для акціонерів АТ звертатися окремо до зберігача цінних паперів.

В минулому мали місце порушення прав акціонерів в межах поточної системи реєстраторів, однак, посиливши систему електронних реєстрів, розміщених у НДС, можна мінімізувати потенційні зловживання. Наприклад:

- Будуть заборонені законом подвійні реєстри або «кишенькові» реєстратори;
- Реєстратори АТ будуть зобов'язані встановити електронний зв'язок з НДС, отже можна буде відслідкувати, як вносилися усі зміни до відповідного реєстру;
- Будуть стандартизовані інші реєстраційні процедури, включаючи вимоги до документації та контрактів з емітентом;
- Буде посилено спроможність невеликої групи спеціалістів реєстраційного підрозділу центрального депозитарію та регулятора (ДКЦПФР) щодо здійснення нагляду за процесом реєстрації.

8. Вирішуючи, які цінні папери треба дематеріалізувати і включити до реєстраційної складової НДС, державним установам України слід виходити з розмежування публічних і непублічних компаній. Скоріше всього, витрати, пов'язані з дематеріалізацією, коли вимагається, щоб приватні компанії, у яких не більше 100 акціонерів, дематеріалізували свої випуски цінних паперів і стали учасниками НДС, можуть звести нанівець усі переваги дематеріалізації. Однак, замість встановленого наразі Комісією обмеження не більше як 150 акціонерів для тих АТ, яким буде дозволено вести власний реєстр, більш логічно було б замінити його обмеженням не більш як 100 акціонерів, як це прописано у Законі про АТ щодо приватних АТ.

Наразі, як відомо, залишається чинною норма, за якою ДКЦПФР не вимагає від АТ з менш як 150 акціонерами мати окремого реєстратора. Якщо регулятор не вимагає від таких АТ мати окремого реєстратора, тоді, здається, було б логічним також зняти вимогу, щоб ці АТ розміщали свої цінні папери в НДС, оскільки в такому випадку витрати таких АТ перевищуватимуть переваги від членства у НДС.

Однак логічним було б зменшити кількість акціонерів таких АТ з 150 до 100, що відповідатиме змісту статті 5.1 Закону України про АТ, за якою приватні компанії не можуть мати більше 100 акціонерів. Внаслідок такої зміни з НДС виключаються усі приватні компанії та АТ з не більш як 100 акціонерами; натомість, членами НДС будуть усі публічні компанії та АТ з понад 100 акціонерами, які володіють цінними паперами певного класу²³. Розмежування між приватними та публічними компаніями з точки зору членства в НДС також має сенс, оскільки багато приватних компаній можуть скористатися з норми, яка міститься у статті 7.2 Закону про АТ і закріплює за самим АТ та його акціонерами, внівши відповідну зміну до статуту, переважне право придбання акцій тих акціонерів АТ, які бажають їх продати. За рахунок цього ще менш очевидною стає необхідність включати реєстри приватних компаній до НДС.

9. Необхідно встановити законом норму про переведення документарних акцій на пред'явника в електронну форму.

Як зазначено в Рекомендації 2 вище, усе, що для цього потрібно, це стаття у законі, де міститься норма, що після певної дати власник акцій на пред'явника позбавляється права реалізувати корпоративні права за такими акціями або не має права отримувати будь-який дохід (дивіденди) від права власності на такі папери, допоки він не обміняє такі акції на еквівалентну їм кількість іменних акцій у бездокументарній формі.

Використання цінних паперів на пред'явника є поганою практикою, від якої треба якнайскоріше відмовитися як щодо акцій на пред'явника, так і у подальшому щодо облігацій на пред'явника. Цінні папери на пред'явника збільшують ризик їх втрати та підробки, крім того, вони часто використовуються з метою уникнення сплати податків. Більше того, як член IOSCO, ДКЦПФР зобов'язана докласти максимум зусиль для того, щоб не пізніше кінця 2010 року підписати Багатосторонній меморандум IOSCO про взаєморозуміння щодо співпраці членів цієї організації у галузі правозастосування. Однією з вимог цього Меморандуму є можливість встановлення особи усіх реальних власників цінних паперів.

III. Висновок

Жодна з поточних пропозицій України щодо дематеріалізації акцій та створення НДС не має надійної правової бази, яка б дозволила досягти цих цілей у межах встановлених часових рамок стосовно створення раціональної і економічно виправданої системи, яка б була здатною задоволити потреби учасників фондового ринку. Кілька цих пропозицій не відповідають найкращій міжнародній практиці щодо створення, операційної діяльності та регулювання центрального депозитарію цінних паперів. Для того, щоб виправити ці недоліки, представникам українського уряду варто звернути увагу на рекомендації, наведені у даному звіті.

²³ Дивись вищезазначений коментар 8 щодо причин використання такої термінології.