

ЭТАПЫ ПЕРЕХОДА К БЕЗДОКУМЕНТАРНОМУ РЫНКУ ЦЕННЫХ БУМАГ И ИХ ОСОБЕННОСТИ

СЕРДЮКОВ К. Г.

кандидат экономических наук

СЕРДЮКОВА И. В.

Харьков

Негосударственные ценные бумаги являются характерным элементом новой рыночной экономики Украины. В плановой советской экономике, в отличие от большинства видов товаров и услуг, они просто не существовали, за исключением короткого ленинского периода НЭП. Возникла необходимость создания совершенно нового рынка со своими «правилами игры» и болезненным процессом общественного воспитания этого рынка и формированием своего места в нем эмитентов, крупных и мелких инвесторов пост-приватизационных акционеров. Последние фактически были втянуты в перераспределение государственной собственности путем «награждения» их долей корпоративных прав и практически тотальным напоминанием механизмов владения, пользования и распоряжения неожиданно свалившимся на них сомнительным активом.

Первоначальной структурой рынка ценных бумаг была избрана документарная. О правильности данного решения и возможности альтернативы написано немало и в научных изданиях, и публицистике, но, вероятно, недостаточно для того, чтобы детальный анализ законодательных просчетов не стал причиной дальнейших недоразумений в сфере сложнейшего процесса государственного регулирования национальной депозитарной системы. По нашему мнению, рынок ценных бумаг изначально необходимо было формировать как бездокументарный, что позволяло уйти от ряда последующих серьезных проблем, главными из которых являются:

- ✦ необходимость сложного, длительного и дорогостоящего периода трансформирования рынка именных ценных бумаг в бездокументарные;
- ✦ монопольное положение на рынке приватизационных корпоративных бумаг регистраторов в 1990-е годы;
- ✦ необходимость тотального обеспечения эмитентов акций соответствующими сертификатами.

Период заполнения ими созданного низкотехнологического рынка ценных бумаг привел к появлению сверхдостаточного количества его профессиональных участников, прежде всего регистраторов и торговцев, с немалым удельным весом карманных, под конкретного эмитента или коммерческую группу, способных выполнять любую команду своих хозяев. Последствия известны: рейдерство, двойные реестры, систематические утери реестров, необоснованные отказы в выполнении операций в системе реестра, срывы собраний и т. д.

На наш взгляд, этапность формирования рынка ЦБ могла быть следующей:

I. Создание государственного депозитария с последующей продажей определенной доли корпоративных прав участникам рынка (с ограничением доли).

II. Организация рынка учетных операторов и торговцев ценными бумагами (инвестиционных управляющих) с четким разграничением функций.

III. Формирование фондовых бирж, изначально адаптированных к интеграции в мировое биржевое пространство (что вполне реально при выполнении определенных условий).

IV. Постепенное увеличение требований к лицензионным условиям хранителей и торговцев, а особенно инвестиционных управляющих относительно величины уставного фонда, уровня подготовки специалистов, отчетности и пр.

V. Погружение национальной депозитарной системы в жесткую правовую среду по выполнению требований антимонопольного законодательства, финансового мониторинга, нормативных документов по выполнению операций с ценными бумагами.

Возвращаясь к депозитарному рынку ценных бумаг, следует отметить, что преимущества его неоспоримы. Два из них с лихвой перевешивают аргументы в пользу более простого и менее затратного рынка документарных ценных бумаг. Первое – выход на организованный рынок эмиссионных активов с его безграничными возможностями активизации инвестиционных процессов; второе – исключение возможностей манипуляций и фальсификаций, по крайней мере на первом уровне депозитарного учета – уровне хранителей.

Эволюция (хотя здесь может скорей идти речь о революции) депозитарной системы из монополично документарной в преимущественно бездокументарную систему мы, с некоторой долей условности, подразделили на четыре этапа:

I. 1995 – 1998 гг. – формирование документарного рынка ценных бумаг.

II. 1998 – 2008 гг. – создание института хранителей, депозитария ценных бумаг МФС и НДУ, пребывание рынка в преимущественно документарной форме.

III. 2008 – 2010 гг. – принятие закона об акционерных обществах, переход рынка к бездокументарным ценным бумагам.

IV. 2010 г. – по настоящее время – приведение рынка в соответствие с законом об акционерных обществах в связи с объективно ожидаемым и фактически свершившимся его достаточно масштабным неисполнением.

Не углубляясь в историю первых трех этапов, актуально подвергнуть анализу состояние рынка, причин пребывания его в сложившемся статусе на примере данных нескольких регистраторов Харьковского региона, относящихся по одному из основных критериев (количество обслуживаемых эмитентов) к крупным, средним и, соответственно, мелким.

На графике (рис. 1), иллюстрирующем динамику прекращения договоров, можно наглядно проследить, как происходила реорганизация рынка в бездокументарный период начального действия Закона (с 30.04.2009), в котором эмитенты ценных бумаг должны были проявить максимальную активность, по настоящее время. Промежуточной датой является 30.04.2010 г. – период за 6 месяцев до срока приведения всех документов в соответствие с законом, т. е. минимально необходимый для исполнения всех юридических процедур.

Единственным регистратором, иллюстрирующим почти безусловное выполнение требований закона об акционерных обществах, является МДЦ (Межотраслевой депозитарный центр), очевидно, регистратор системный, где крайне небольшое количество эмитентов (8) по команде сверху послушно вошли в обозначенное правовое поле. По остальным учетным операторам картина весьма драматичная. Даже если учесть, что начальной точкой отсчета является отнюдь не дата принятия Закона, процент отказников весьма значительный. (рис. 2).

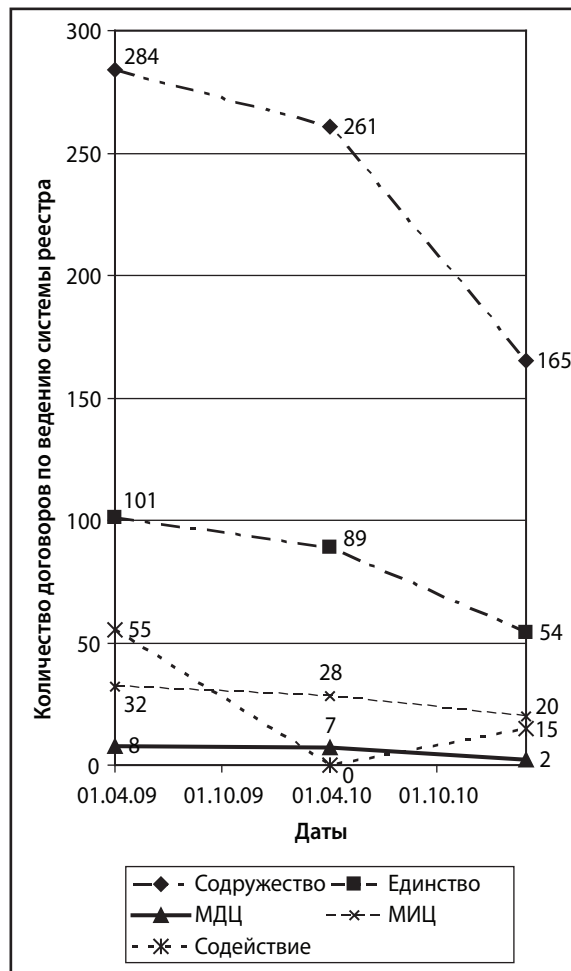


Рис. 1. Динамика договорного портфеля регистраторов Харьковского региона

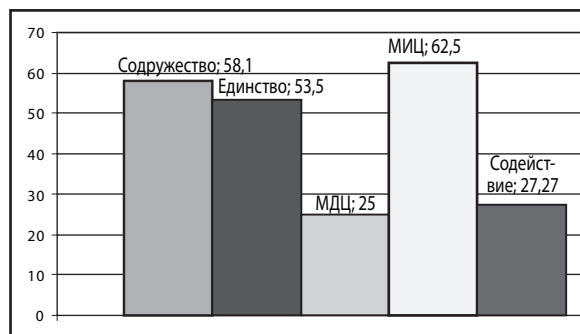


Рис. 2. Предприятия не дематериализовавшие документарные выпуски ценных бумаг

Быть может, действуя по принципу «не спешите исполнить – отменят», эмитенты ценных бумаг поспешно трансформируют эмиссии в настоящее время? Наши данные показывают, что это не так (рис. 3).

Проведенный анализ был бы неполным, если бы мы не разделили эмитентов ценных бумаг на 5 категорий:

I. Акционерные общества, менеджмент которых мыслит и действует прогрессивно, использует потенциал IPO, преимущества бездокументарных ЦБ и избравших электронную форму еще до принятия Закона.

II. Законопослушные эмитенты, выполнившие все необходимые процедуры по выполнению требований закона в установленные сроки.

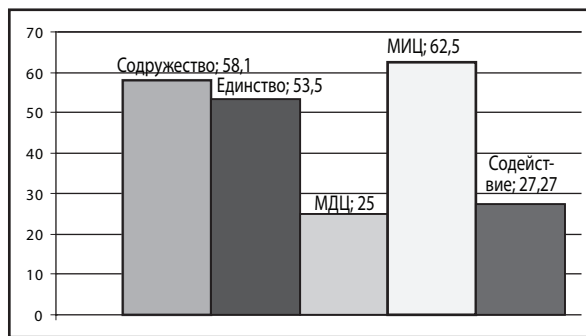


Рис. 3. Количество эмитентов ценных бумаг, оформляющих дематериализацию выпусков

III. Руководители акционерных обществ, которые традиционно заказывают в связи с неспособностью правильно воспринимать информацию об изменениях в действующем законодательстве, объективно проанализировать и оценить риски игнорирования.

IV. Эмитенты, держащиеся до последнего в связи с крайне проблемным финансовым положением, правовым нигилизмом или и тем, и другим, что есть взаимосвязано.

V. Эмитенты, относящиеся к категории безнадежных, которые в свою очередь подразделяются на:

- ✦ брошенных, не ведущих хозяйственную деятельность и не подающих отчетность;
- ✦ предприятия, находящиеся в процессе ликвидации, банкротства;
- ✦ предприятия, деятельность которых ведется до определенного времени, фиктивные, задействованные в сомнительных схемах, вычищаемые от активов, легальная процедура ликвидации которых реальными собственниками не планируется.

Не лишним будет заметить, что революционный характер закона об акционерных обществах породил еще одну категорию эмитентов, которые, вдоволь хлебнув проблем акционерной организационно-правовой формы предприятия, от нее отказались.

Таблица 1

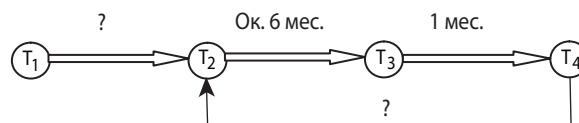
Акционерные общества, аннулировавшие выпуск ценных бумаг		
Регистраторы	Количество эмитентов, аннулировавших выпуски ценных бумаг	Процент от общего количества эмитентов на 01.10.2008 г.
Содружество	40	11
Единство	22	15
Содействие	16	13
МИЦ (Международный инвестиционный центр)	4	12
МДЦ (Межотраслевой депозитарный центр)	1	12

Процент «вышедших из игры» существенный и сопоставимый для всех регистраторов ценных бумаг, что свидетельствует о массовом бегстве от неудобной акционерной формы предприятия; неудобной, если вы не пытаетесь использовать ее преимущества. Следует заметить, что в числе реорганизованных в другие хозяйственные общества – в основном закрытые акционерные общества с количеством акционеров до 5.

Приведенный анализ позволяет сформулировать два вопроса, без определенного ответа на которые последствия для фондового рынка Украины пополниваются новыми драматическими составляющими. Первый – какие меры необходимо принять, чтобы побудить эмитентов, входящих в III и IV приведенные нами классификационные группы, к выполнению требований законодательства по дематериализации выпусков ценных бумаг и приведению в соответствие уставных и других документов. Второй – что делать с группой «безнадежных», учет корпоративных прав которых скоро будет делать не за что, да и некому.

Предлагаем наши предложения по решению проблем, актуальность которых возрастает с каждым днем.

По первому вопросу отметим, что Закон Украины «О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине» [2] не предусматривает административной ответственности акционерных обществ и их должностных лиц за неисполнение требований законодательства о дематериализации выпусков именных ценных бумаг. Это не значит, что у регулятора рынка – Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку – отсутствуют механизмы воздействия на процесс. Однако применить санкции комиссия может только после невыполнения предписания на приведение в соответствие деятельности акционерного общества требованиям закона после проверки, выявившей оговоренные нарушения. То есть процесс длительный и многосложный. Если предприятие после исполнения штрафных санкций осознанно идет на повторное нарушение – порочный круг замыкается (рис. 4).



- T₁ – окт. 2004 г., конечный срок проведения деятельности АО в соответствии с законом [1];
- T₂ – проведение проверки АО государственными контролирующими органами;
- T₃ – срок устранения выявленных нарушений;
- T₄ – применение санкций к нарушителям.

Рис. 4. Составляющие процесса контроля и применения санкций к нарушителям закона о ценных бумагах и фондовом рынке

Высокий процент «отказников» позволяет предположить, что процесс вычищения рынка от злостных документарщиков займет годы. Но этих лет у рынка просто нет – в связи с тем, что большинство регистраторов, осуществляющих учет документарных выпусков, уже нерентабельны.

Какой-то период независимые регистраторы (в отличие от регистраторов банков) еще будут поддерживать хозяйственную деятельность, кстати исключительную, и мы назвали его «интервальные инерции» (рис. 5), но, по нашему мнению, он вряд ли будет продолжительнее года.

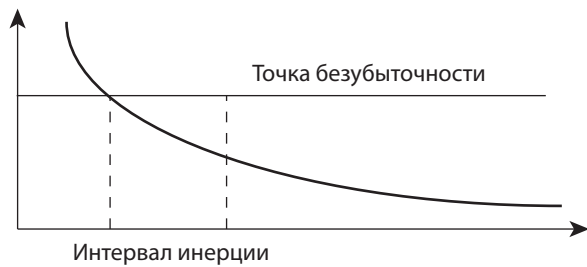


Рис. 5. Снижение доходов регистраторов в ходе дематериализации выпусков ценных бумаг

Мы предлагаем ускорить процесс дематериализации путем предоставления ГКЦБФР права инициировать процедуру банкротства предприятий-нарушителей вне зависимости от результатов их хозяйственной деятельности. Нет сомнения, что арбитражные управляющие примут такую норму с восторгом, а акционерные общества — диаметрально противоположной реакцией. С минимальными сомнениями можно предположить, что до конца текущего года подавляющее большинство эмитентов III и IV категорий проявили ожидаемую активность. Для эмитента V категории это ускоренный (по сравнению с остальными) к их ликвидации. Можно много спорить о правомочности подобных изменений в законодательстве о банкротстве, но вряд ли вызывает сомнение их эффективность.

По второму вопросу, предложение носит неординарный, но тем более интересный характер. Прежде чем его изложить, приведем два вопроса. Могут ли регистраторы сколь угодно долго поддерживать системы реестра т. н. безденежных эмитентов? Можно ли просто прекратить обслуживание указанных эмитентов и разорвать договора на ведение системы реестра в одностороннем порядке? На оба вопроса можно ответить однозначно: «Нет», и едва ли категоричность этих ответов нуждается в подробном обсуждении. Выход — в передаче на обслуживание в какой-либо структуре, имеющей право профессиональной депозитарной деятельности. Именно обслуживание, а не хранение, ведь акционеры «мертвого» АО часто проявляют завидную активность. Эмитент исключается, как правило, его просто не существует, депозитарий допускается, но при этом на него свалится несколько тысяч часто громоздких реестров, к тому же, территориально они, как правило, оказываются оторванными от регионов и проживающих в них акционеров.

Мы предлагаем предусмотреть и нормативно урегулировать создание региональных хранителей документарных реестров. Определить право осуществления этой деятельности может регистратор бумаг, соответствующий установленным требованиям на основании конкурса, который проводит территориальное управление ГКЦБФР. Условия проведения конкурса, предлагаемые лицензионные условия для регионального

хранителя, а также требования к регистратору на право участия в конкурсе нами разработаны, но не являются предметом данной статьи. Нельзя обойти вниманием вопрос финансирования регионального хранителя документарных реестров. Два источника очевидны, но нестабильны: доход от пароведения операций в системе реестра по инициативе акционеров и компенсация задолженности по ведению реестра при банкротстве акционерного общества. Они едва ли смогут обеспечить покрытие издержек на содержание хранителей. В связи с этими требованиями третьим и наиболее стабильным источником финансирования может послужить спецфонд, обеспечивающий компенсацию, исходя из количества реестров и лицевых счетов на хранении, определяемого по формуле:

$$C = (N_1 k_1 + N_2 k_2) \cdot S,$$

где C — сумма компенсации;
 N_1 — количество реестров;
 k_1 — коэффициент реестров;
 N_2 — количество лицевых счетов;
 k_2 — коэффициент счетов;
 S — расчетная ставка в грн.

Рассчитывать на возможность аккумуляции средств спецфонда в бюджетах любых уровней не приходится. Предлагаем формировать спецфонды в структуре саморегулирующих организаций за счет увеличения взносов членов СРО (для профучастников членство обязательно) на 5 – 7%. По нашим расчетам, это может обеспечить компенсацию расходов на хранение «мертвых» эмитентов на 60 – 65%, при условии упрощения лицензионных требований к спецхранителям.

Возможны иные участники финансирования предлагаемых структур, вопрос остается открытым, в том числе и для научной дискуссии. ■

ЛИТЕРАТУРА

1. Закон Украины «Об акционерных обществах» (<http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17>)
2. Закон Украины «О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине» (<http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=448%2F96-%E2%F0>)
3. Закон Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» (<http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>)
4. Рішення ДКЦПФР №999 від 17.01.06 «Про затвердження Положення про депозитарну діяльність».
5. Рішення ДКЦПФР №1000 від 17.01.06 «Про затвердження Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів».