

## Інфраструктурне забезпечення нематеріальних прав акціонерів

**Васильєв О.В.**

доктор економічних наук, професор,  
завідувач кафедри економіки та оцінки майна підприємств  
Харківського національного економічного університету  
імені Семена Кузнеця

**Німкович А.І.**

аспірант  
Харківського національного економічного університету  
імені Семена Кузнеця

У статті визначено нематеріальні права акціонерів. При цьому особливу увагу приділено не стільки власне нематеріальним правам, скільки їх інфраструктурному забезпеченню. Структуруються права акціонерів залежно від обсягу пакету акцій, відповідно, це є однією з причин агентських конфліктів, порушення прав окремих акціонерів. На фоні цього розкрито найгірші наслідки таких конфліктів, такі як рейдерські атаки на компанію. Особливу увагу відведено інфраструктурному забезпеченню акціонерів інформацією, яка часто є недостовірною чи неповною.

**Ключові слова:** інфраструктура, фондовий ринок, акціонери, нематеріальні права, фондовий ринок, інсайдер, рейдерство, інвестор.

Васильев А.В., Нимкович А.И. ИНФРАСТРУКТУРНОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ ПРАВ АКЦИОНЕРОВ

В статье определены нематериальные права акционеров. При этом особое внимание уделено не столько собственно нематериальным правам, сколько их инфраструктурному обеспечению. Структурируются права акционеров в зависимости от объема пакета акций, соответственно, это является одной из причин агентских конфликтов, нарушения прав отдельных акционеров. Раскрыты негативные последствия таких конфликтов, такие как рейдерские атаки на компанию. Особое внимание уделено инфраструктурному обеспечению акционеров информацией, которая часто является недостоверной или неполной.

**Ключевые слова:** инфраструктура, фондовый рынок, акционеры, нематериальные права, фондовый рынок, инсайдер, рейдерство, инвестор.

Vasilyev O.V., Nimkovych A.I. INFRASTRUCTURE SOFTWARE OF INTANGIBLE RIGHTS OF SHAREHOLDERS

The article describes the intangible rights of shareholders. Thus, the emphasis is not so much for actual intangible rights as their infrastructure maintenance. Shareholders' rights are structured depending on the amount of shares under this is one of the causes of agency conflicts, violations of the rights of individual shareholders. In this background the article reveals the worst effects of such conflicts as a raider attack on the company. In the article special attention is given and infrastructure maintenance shareholders information, which is often inaccurate or incomplete.

**Keywords:** infrastructure, stock market, shareholders, intangible rights, stock market insider, raiding investor.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** У сучасних умовах інфраструктурне забезпечення будь-якої сфери економіки набуває все більшої уваги. Провідні країни світу пріоритетом розвитку ставлять розвиток інфраструктури. Цьому присвячено чимало досліджень та наукових робіт.

Ще більше посилюється інтерес до інфраструктури, яка забезпечує оптимальні умови на фондовому ринку для його учасників. Це пов'язано з високим рівнем розвитку фондового ринку в багатьох країнах світу, який безпосередньо впливає на розвиток економіки загалом. Під інфраструктурою фондового

ринку розуміють сукупність інститутів, які всебічно забезпечують функціонування ринку та створюють сприятливі умови для його учасників.

Інфраструктура фондового ринку як система формування тісних зв'язків щодо обслуговування ринку цінних паперів дає змогу вирішувати чимало проблем для емітентів, інвесторів та професійних учасників фондового ринку. Значною мірою така інфраструктура також дає змогу забезпечувати реалізацію корпоративних прав акціонерів, які класифікують на матеріальні та нематеріальні.

Питання забезпечення прав акціонерів ще недостатньо висвітлюється як об'єкт наукових досліджень і потребує більш комплексного вивчення та аналізу. Зокрема потребує аналізу питання інфраструктури, яка забезпечує нематеріальні права акціонерів.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню інфраструктури фондового ринку присвячено чимало наукових праць. Економісти вивчали цю сферу з різних боків та використовували різні підходи. Так, Рот А., Захаров А., Миркин Я., Бернгард Р., Баренбойм П., Борн Б., а також Соболев В., Кизим М., Внукова Н., Данилишин Б. розглядали у своїх працях основи державного регулювання фінансового ринку.

Натомість предметом досліджень Василик О. та Гриньової В. виступають фінансові ресурси підприємств, серед яких можна виділити ресурси, залучені через фондовий ринок.

Дослідженням ролі та місця інфраструктури ринку в ринковій економіці, а також державним регулюванням приділили свої наукові роботи Опарін М. та Рекуненко І.

Хартман П., Хедткамп Г. пішли ще глибше – вони досліджували розвиток інфраструктури фондового ринку як складової частини фінансового ринку.

**Формулювання цілей статті (постановка завдання).** Мета статті – здійснення аналізу інфраструктури щодо забезпечення нематеріальних прав акціонерів.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Інфраструктура фондового ринку разом з іншими завданнями забезпечує дотримання основних прав учасників ринку, тобто акціонерів компаній. Саме на них спрямовується діяльність елементів інфраструктури. Так, виділяють матеріальні та нематеріальні права акціонерів. Актуальність саме такого фокусування визначається тим, що з кожним роком зростає кількість акціонерних товариств у світі, і до того ж збільшується кількість акцій компаній через подрібнення акцій та випуски нової емісії.

Виділяють матеріальні та нематеріальні права акціонерів АТ. Якщо вартість матеріальних прав ще можна відчутити та перевірити (бо вони несуть у собі певні матеріальні вигоди акціонеру), то простежити забезпечення нематеріальних прав дуже важко. До нематеріальних прав належать право голосу, право на інформацію та право на купівлю акцій нового випуску.

Розпочнемо з права голосу, або права управління справами АТ. Це основне і досить специфічне право акціонера.

Вплив акціонера на прийняття рішення під час голосування залежить від розміру пакету акцій, а також від законодавчих норм, якими власники тих чи інших пакетів наділяються додатковими правами. Так, умовна градація пакетів акцій за обсягом додаткових прав виглядає так:

а) пакет акцій до 5%. Класичний «міноритарний» пакет. Власники невеликого пакета акцій, «дрібні» акціонери, як правило, не впливають на рішення зборів акціонерів і не розробляють стратегію розвитку підприємства. Вони хоч і становлять найчастіше кількісну більшість у великих АТ, реально є своєрідною «масовкою» для загальних зборів. Окрім загальноприйнятих прав акціонера (участь у зборах, отримання інформації про діяльність АТ, право на дивіденди, отримання частини майна у разі ліквідації товариства та ін.), такі акціонери можуть розраховувати на продаж своїх акцій не тільки на фондовому ринку, а й, за певних обставин, і самому акціонерному товариству;

б) пакет акцій від 5% до 10% + 1 акція. Це такий собі «портфельний пакет» акцій АТ. Власниками таких пакетів, як правило, стають професійні учасники фондового ринку, які, за законодавчих чи інвестиційних умов, не мають права придбавати пакети акцій більшого розміру (відкрити інвестиційні фонди, інституційні інвестори з портфельною стратегією діяльності, які заздалегідь диверсифікують можливі фінансові ризики). Саме такі учасники АТ можуть надавати професійну економічну та правову допомогу як іншим учасникам АТ, так і правлінню, спостережній раді, ревізійній комісії;

в) пакет акцій від 10% + 1 акція до 25%. Одна з форм «блокуючого пакету». Відповідно до законодавства України, власники такого пакету акцій, окрім загальноприйнятих прав, також мають право на місце в наглядовій раді АТ, право на вимогу скликання зборів акціонерів (позачергового), включення власних питань до порядку денного і вимог щодо спеціальної перевірки Ревізійною комісією фінансово-господарської діяльності товариства;

г) пакет акцій від 25% + 1 акція до 50%. «Блокуючий пакет». Власникам такого пакета надається право «ветувати» прийняття рішень зборами, для чого необхідно більш ніж три чверті голосів акціонерів від загальної їх кількості. До таких питань, зокрема, належать: внесення змін до статуту товариства; прийняття рішення про зміну типу товариства; прийняття рішення про збільшення

(зменшення) статутного капіталу товариства та низка інших питань;

д) пакет акцій від 50% + 1 акція. Такий пакет акцій і називається «контрольним». Його власник володіє всіма можливостями власника підприємства. Обмеження щодо впливу на діяльність товариства у такого власника може бути пов'язане лише з питаннями «блокуючого» характеру, що було розглянуто раніше. Щоправда, відповідно до законодавства, протягом 20 днів із дати придбання контрольного пакету акцій такий акціонер зобов'язаний запропонувати іншим акціонерам придбати у них прості акції товариства за ціною не нижче ринкової.

Право голосу акціонерів дотримується далеко не завжди. При цьому порушення спостерігаються не лише в Україні, але й в інших країнах. Так, за 2015 р. у Державну комісію з цінних паперів і фондового ринку надійшло для розгляду 2 179 звернень від громадян, які пов'язані з порушенням їхніх законних прав та інтересів на фондовому ринку.



Рис. 1. Кількість звернень від громадян щодо порушення їхніх прав як акціонерів

Водночас слід зазначити, що така кількість звернень від громадян із кожним роком зменшується, тому має позитивну динаміку. З усіх звернень близько 78% подаються міноритарними акціонерами щодо діяльності акціонерних товариств. Серед основних порушень, як і протягом попередніх років, можна відмітити такі, як порушення прав щодо неупередженого та однакового ставлення органів управління до всіх акціонерів, порушення прав щодо можливості участі в управлінні акціонерним товариством, порушення прав акціонерів на отримання повної інформації щодо діяльності товариства, порушення прав акціонера на отримання дивідендів, а також порушення прав акціонерів під час додаткового випуску акцій [1].

Виходячи з вищевказаних основних проблем, розуміємо, що міноритарні акціонери

через обмеження можливостей доступу до процесу управління неповною мірою забезпечені правами, що призводить до їх загальної низької активності. А наслідком є те, що міноритарні акціонери не залучаються в обговорення стратегії розвитку компанії під час річних зборів акціонерів.

Поява конфліктів неминуха, питання лише у величині та їх частоті. До найважливіших особливостей організаційно-правової й економічної природи в акціонерному товаристві можна віднести:

- наявність кількох основних акціонерів-співвласників, в яких різні інтереси, бачення та підходи до розвитку АТ;
- різна кількість акцій у акціонерів, що призводить до того, що в кожного є різний обсяг прав в АТ, ступінь контролю і ризику інвестування в АТ;
- «поділ влади» в АТ на три гілки: «законодавчу» (загальні збори акціонерів, наглядову раду), «виконавчу» (правління АТ) і «судову» (ревізійна комісія);
- відмежування «реальних» власників (акціонерів) від «реальної» власності (майна АТ) за допомогою інститутів акції й юридичної особи (АТ);
- наявність власників-акціонерів і найманих працівників (керівництво, інший персонал АТ), у кожного з яких різні інтереси;
- взаємодія АТ, його акціонерів і менеджерів із широким колом контрагентів, економічні підходи й інтереси яких щодо АТ не збігаються з інтересами АТ (господарючі суб'єкти, влада, засоби масової інформації, політичні групи тощо).

Існують різні точки зору щодо взаємозалежності між силою агентських конфліктів, механізмами їх і частками акціонерного капіталу корпорації, що належить вищим менеджерам. Висновком наших досліджень та спостережень є те, що зі збільшенням частки акціонерного капіталу в окремого інсайдера (більше 25%) зменшуються кількість і гострота різноманітних агентських конфліктів [2].

На практиці бувають випадки, коли виникають конфлікти щодо відчуження часток у статутному капіталі компанії особами, які не є власниками таких часток. Наприклад, через скасування державної реєстрації відповідних змін до статуту товариства. Відповідно, суб'єкти, які набули свою частку від таких осіб, не вважаються учасниками товариства і не мають щодо нього жодних корпоративних прав, включаючи право брати участь в управлінні товариством.

Недружнє поглинання є корпоративним конфліктом за участі осіб, що мають квазікорпоративний інтерес і претендують на набуття права власності на частину статутного капіталу корпорації або наявних учасників корпорації, які мають намір посилити свій контроль над діяльністю корпорації. Суб'єктами конфлікту також є сама корпорація, інші її учасники та посадові особи органів управління корпорацією. Об'єктом виступає корпоративний контроль діючої корпорації. При цьому вороже поглинання може бути законним (із застосуванням економіко-правових методів, які прямо не суперечать закону, наприклад здобуття корпоративного контролю через скуповування великої кількості акцій розрізаних дрібних акціонерів) та незаконним. На підставі цього недружнє поглинання поділяють на правові («білі») та неправові («чорні»). У сучасних умовах у зв'язку з недостатньою розвиненістю корпоративного контролю перший тип захоплень зустрічається не так часто. Другий тип (рейдерство) у своєму арсеналі містить велику кількість дій, які мають ознаки кримінальних [3].

Загальносвітова статистика вказує, що близько 90% рейдерських атак закінчуються успіхом. В Україні цей показник так само високий.

Об'єктивною перешкодою для ефективного захисту прав акціонерів в Україні є продовження боротьби за контроль в умовах постприватизаційної трансформації структури власності. Саме цей чинник є вирішальним для розуміння основних проблем як у сфері захисту прав акціонерів, так і ширше – для оцінки перспектив становлення української моделі корпоративного управління і моделі фондового ринку [2].

За оцінками експертів, сьогодні в Україні діє від 35 до 50 професіональних рейдерських груп. Вони у своїй діяльності використовують цілий комплекс засобів – від психологічного натиску, шантажу до підробки документів та підкупу силових структур. Усе це створює сприятливі умови для рейдерських атак, захоплення і перерозподілу власності за рамками закону. В Україні понад 3 700 суб'єктів господарювання відчули натиск рейдерських атак. А річний обсяг рейдерського перерозподілу власності сягає в середньому від 2 до 3 млрд. доларів США [4].

Досвід розвинених країн показує, що права акціонерів можуть бути адекватно захищені тільки за дотримання прозорості діяльності корпорацій і ефективного розкриття інфор-

мації, а також ефективної роботи органів, що управляють корпорацією [1].

Отримання інформації про діяльність АТ є об'єктивним, важливим і «двоєким» правом для акціонера. Воно передбачає не тільки можливість знати стан поточних і перспективних справ в АТ, а й накладає певну відповідальність на акціонерів щодо нерозповсюдження комерційної та конфіденційної інформації третім особам.

Інформацію про діяльність АТ акціонер може отримувати:

- через повідомлення про проведення зборів акціонерів, в яких, окрім порядку денного, публікуються короткі фінансові підсумки діяльності АТ за звітний період;
- безпосередньо на чергових (позачергових) зборах акціонерів, на яких підбиваються підсумки діяльності АТ;
- на сайті підприємства, а також сайтах асоціацій та саморегулювальних організацій, куди входить підприємство;
- на сайтах державних регуляторних та інформаційних організацій, куди подається звітність про діяльність АТ (НКЦБФР, АМКУ, органи статистики);
- через безпосереднє звернення до органів управління АТ (спостережну раду, правління, ревізійну комісію);
- через засоби масової інформації.

Реалізація інформаційного права акціонера залежить від обсягу контрольованого пакета і представництва в органах управління. Законодавством можуть накладатися обмеження на використання інсайдерської інформації афілійованими особами АТ.

До афілійованих осіб зазвичай належать засновники та учасники АТ, частка яких перевищує 10% у статутному фонді; посадові особи АТ і члени їх сімей; особи, які діють від імені АТ за відповідними дорученнями, особи, які, відповідно до законодавства України, контролюють діяльність даного емітента; юридичні особи, які контролюються даними АТ або разом із ним перебувають під контролем третьої особи; депозитарна установа, з яким підписано договір про обслуговування, його керівники та посадові особи.

Під інсайдерською інформацією (англ. insider information) розуміється істотна, публічно не розкрита службова інформація компанії, яка в разі її розкриття здатна вплинути на ринкову вартість цінних паперів компанії. Сюди можна віднести: інформацію про підготовлювану зміну керівництва і нову стратегію, про підготовку до випуску нового про-

дукту і до впровадження нової технології, про успішні переговори про злиття компаній або йде скуповування контрольного пакета акцій; матеріали фінансової звітності, прогнози, які свідчать про труднощі компанії; інформація про тендерні пропозиції (на торгах) до його розкриття публіці, список афілійованих осіб і т. д.

У закордонній практиці дуже часто та швидко вистежуються особи, які використали інсайдерську інформацію з персональною користю. За такі правопорушення, наприклад у США, наступають дуже жорсткі покарання. Щодо українського досвіду, то інсайдерська інформація використовується переважно в банківських установах, проте розслідування та покарання винних за цими справами не проводяться.

У цьому контексті інфраструктурне забезпечення цього права залежить від доступу до джерел корпоративної інформації, налагоджених зв'язків між акціонерами і органами управління АТ, розвиненості громадських комунікацій.

Водночас паралельно з інсайдерської інформацією є загальнодоступна інформація, якою може скористатися будь-який учасник фондового ринку. Основою для інформаційного забезпечення учасників даними та новинами є Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про формування інформаційної бази даних про ринок цінних паперів» від 03.06.2014 № 733. Інформаційна база даних про ринок цінних паперів створюється та утримується Державною установою «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» на базі сайту Агентства <http://smida.gov.ua> шляхом об'єднання інформації в єдиному центрі.

Так, за I півріччя 2016 р. за участю учасників ринку цінних паперів організовано чотири заходи, серед яких – круглі столи, конференції, Інтернет-конференції. Крім того, було проведено 15 виступів та інтерв'ю у ЗМІ щодо сучасного стану, проблем та перспектив розвитку ринку цінних паперів. Також було видано чотири періодичні видання про фондовий ринок [1]. Це досить слабка інформаційна система і недостатній інформаційний потік для фондового ринку і забезпечення повною мірою права акціонерів та інших учасників ринку цінних паперів.

Ще одне нематеріальне право акціонерів – право на придбання акцій нового випуску. Воно з'явилося відносно недавно як еле-

мент захисту акціонерів від «розмивання» пакетів акцій у процесі нової емісії. Право на придбання акцій нового випуску передбачає можливість пропорційної покупки акцій щодо наявного пакету або його збільшення за рахунок колишніх акціонерів у разі відмови останніх від своїх інвестиційних можливостей. Пріоритет «старих» акціонерів перед «новими» спрямований не тільки на збереження відносної частки в капіталі АТ, але й служить елементом антирейдерського захисту.

Як правило, діючим акціонерам дається часовий лаг (15 днів) для реалізації такого права. Протягом цього періоду вони повинні визначитися з покупкою акцій нової емісії в обсязі, пропорційному наявному пакету. Якщо акціонер відмовляється від придбання «нових» акцій, це право переходить іншим акціонерам або, за їх подальшої відмови, третім особам.

Формування статутного капіталу таким способом дає змогу проводити можливі поглинання і приєднання підприємств з дотриманням принципу відкритості, забезпечуючи прозорість угод.

Таке право особливо важливе для мажоритарних акціонерів на рівні контрольного і блокуючого пакетів акцій. Воно дає змогу не тільки зберегти контроль над діяльністю підприємства, а й збільшити свою частку за рахунок дрібних акціонерів, не зацікавлених у такому праві. Для міноритаріїв пріоритет у купівлі нових акцій не є головним. Збільшення їх невеликих пакетів акцій не вплине на систему впливу в АТ, і саме невеликі акціонери служать основою для збільшення пакетів акцій великих власників.

Загальний обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів в Україні за I півріччя 2016 р. становив 46 907 417 тис. грн. При цьому в індексі UX з усього 10 компаній у половини free-float менше 5%. Водночас індекс «блакитних фішок» ММВБ із 17 компаній немає жодної, в якій free-float був би нижчий 10%. Це свідчить про те, що право на придбання акцій нового випуску, особливо для ПрАТ, реалізується повною мірою, можливо, навіть занадто, адже у вільному обігу на фондовому ринку мінімальна кількість акцій, решта купується великими акціонерами під час реалізації їх переважного права на купівлю акцій [6].

Інфраструктурним забезпеченням реалізації права на придбання акцій нового випуску є органи управління АТ (Наглядова рада і правління), які організують практичне виконання процесу викупу акцій. Так, депозитарна

установа формує реєстр власників акцій, торговець цінними паперами – андеррайтер, що професійно займається розміщенням акцій від імені емітента, банк – приймає оплату за продані акції, інформаційний орган – публікує відомості про порядок і строки проведення підписки на акції.

**Висновки з цього дослідження.** У статті висвітлено інфраструктурне забезпечення всіх трьох нематеріальних прав акціонерів, а саме право голосу, право на інформацію та

право купівлю акцій нового випуску. Ці базові права забезпечуються цілою низкою інфраструктурних елементів і саме від їх діяльності залежить реалізація прав основних учасників фондового ринку – акціонерів. У статті проаналізовано проблеми забезпечення цих прав акціонерів у реальному житті, а також нинішній стан в Україні. Тільки забезпечивши повною мірою ці права, система ринку може ефективно працювати, розвиваючи фондовий ринок і економіку країни загалом.

#### ЛІТЕРАТУРА:

1. Сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua).
2. Morck R., A. Shleifer, R. Vishny. Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis // *Journal of Financial Economics*, 1988. – P. 293–315.
3. Васильчак С.В. Рейдерство та його вплив на фінансово-економічну безпеку підприємства / С.В. Васильчак // *Науковий вісник НЛТУ України*. – 2009. – № 19. – С. 265.
4. Бабич Т. Рейдерство в Україні – загроза національній безпеці / Т. Бабич // *Віче*. – 2010 – № 14.
5. Корпоративне управління: процеси, стратегії, технології : колективна [монографія] / За заг. ред. К.С. Шапошнікова [та ін.]. – Херсон : Гельветика, 2015. – 536 с.
6. Шкодїна І.В. Інституційні проблеми функціонування фондового ринку України / І.В. Шкодїна // *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. – 2014. – № 1(19).
7. Внукова Н.М. Ринок фінансових послуг / Н.М. Внукова, С.А. Ачкасова. – Х. : ХНЕУ, 2013. – 68 с.
8. Кизим А.О. Проблеми рейдерства на фондовому ринку України / А.О. Кизим // *Вісник Національного технічного університету «ХПІ»*. – 2010. – № 63. – С. 74–76.