



Третє засідання Євразійського круглого столу з питань корпоративного управління

Президент-готель “Київський”

Київ, Україна

17-18 квітня 2002 року



ПРАВА АКЦІОНЕРІВ, РІВНОПРАВНЕ СТАВЛЕННЯ І РОЛЬ ДЕРЖАВИ

.....:

.._ ,
.../.....,*

проводять

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України

Фонд державного майна України

ПФТС

за підтримки

Уряду Японії



Всесвітній форум з
питань
корпоративного
управління

Застереження

Будь-які оцінки в цьому документі є оцінками автора і не повинні сприйматися як оцінки 1) Групи Світового Банку, 2) Міжнародної Фінансової Корпорації та 3) інших міжнародних організацій.

Єреван, Вірменія, березень 2002 року

*Автор висловлює вдячність п. Даррину Хартцлеру, Головному Менеджеру з операцій відділу приватних підприємств, Міжнародна Фінансова Корпорація, та д-ру Грегорію Ф. Маассену, Голові відділення технічної допомоги Вірменії, МФК/Вірменія, доценту Роттердамської Школи Менеджменту за їхню допомогу під час підготовки цієї оглядової статті.

1. Вступ: корпоративні структури володіння – характеристики акціонерів

Ця оглядова стаття була підготовлена для Круглого Столу ОЕСР в Києві на тему "Корпоративне Управління" з 17 по 18 квітня 2002 року. В статті наводиться загальний стан справ у Вірменії стосовно прав акціонерів в теорії та на практиці. Ця стаття ґрунтується на відкритих і доступних даних та інформації, одержаних від різноманітних установ, таких як: Комісія з цінних паперів Республіки Вірменія, Господарський суд Республіки Вірменія та Об'єднання Акціонерів. Ця стаття була підготовлена також за підтримки проекту МФК з питань корпоративного управління у Вірменії, що включало роботу з більше ніж 500 найбільш активними акціонерними товариствами (АТ), їхнім керівництвом і акціонерами, державними установами і представниками різних професійних кіл (юристами, суддями, бухгалтерами, аудиторамі і журналістами).

Структура статті складається з наступного. По-перше, в ній наводяться поширені структури володіння і характеристики акціонерів у Вірменії. По-друге, в ній обговорюються правові і практичні наслідки для захисту прав акціонерів. Стаття закінчується рекомендаціями стосовно поліпшення прав акціонерів. Перелік законодавчих актів, що регулюють права акціонерів, наводиться в додатку до цього звіту.

1.1 Корпоративні структури володіння

У Вірменії існує два види АТ: товариства, які були створені внаслідок приватизації державних підприємств і новостворені товариства. Корпоративне законодавство розрізняє відкриті АТ і закриті АТ (кількість акціонерів закритого АТ не може перевищувати 49).¹ Загалом у вірменських АТ спостерігається значна концентрація володіння – в більшості товариств є акціонер, який володіє абсолютною більшістю акцій товариства з правом голосу.

1.2 Характеристики акціонерів

Акціонери вірменських акціонерних товариств можуть бути розбиті на наступні категорії:

- **Стратегічні інвестори**, які володіють переважною більшістю акцій в місцевому товаристві. Хоча і в обмежених обсягах, але Вірменія залучила іноземні інвестиції в такі об'єкти: Арментел (телекомунікаційна система Вірменії) – 90% акцій належать іноземному інвестору; Єреванський коньячний завод – іноземні інвестиції в 100% акцій з боку Пернод Рікард (французька компанія з виготовлення алкогольних напоїв); готель "Єреван" – іноземні інвестиції в 100% акцій з боку РЕНКО СПА (італійська будівельна фірма); Банк ХСБК Вірменія – 70% акцій належать ХСБК;

¹ Згідно із даними Національної статистичної служби Республіки Вірменія існує 3 109 закритих та 1 1152 відкритих АТ, зареєстрованих у Державному реєстрі юридичних осіб станом на 1 січня 2002 року.

- **Інвестиційні групи вірменської діаспори**, які, зазвичай, володіють контролюючою позицією (абсолютна більшість голосів) в таких товариствах як: готель "Вірменія" – іноземні інвестиції в 100% акцій з боку АК Девелопмент ЕлЕлСі, Американська Інвестиційна Група; готель "Ані" – іноземні інвестиції в 100% акцій з боку Ані Інвестмент Груп, Американська Інвестиційна Група.
- **Держава – наразі представлена міністерствами та іншими державними установами** – є найбільшим корпоративним учасником у Вірменії. Держава володіє 100% у 1 635 закритих АТ. Держава володіє більше ніж 50% акцій 105 товариств (із загальної кількості в 129 АТ), акції яких котируються на біржі Армекс. У 23 АТ частка держави становить між 30 та 50%.²
- **Місцеві вірменські інвестиційні групи** є, переважно, холдінговими компаніями. Учасники таких холдінгових компаній створені у формі закритих АТ або товариств з обмеженою відповідальністю (наприклад: СІЛ Груп, Мульти Груп, Міка Груп, Гранд Груп).
- **Іноземні інституційні інвестори** володіють акціями в досить обмеженій кількості АТ. Такі інвестори є, як правило, дрібними акціонерами таких товариств (МФК – інвестиції в 20% акцій готелю "Вірменія"; СБРР – інвестиції в 30% акцій Міжнародного Комерційного Банку).
- **Фізичні особи** володіють більшістю акцій у багатьох товариствах. Вони, переважно, посідають позиції внутрішніх учасників приватизованих товариств (керівництво та їхні афілійовані особи).³
- **Працівники** приватизованих підприємств, які автоматично стали акціонерами в результаті програми приватизації у Вірменії, входять до найбільш уразливих груп дрібних акціонерів у Вірменії.

2. Захист прав акціонерів

2.1 Права власності

Фундаментальне право акціонерів полягає в реєстрації прав власності на свої цінні папери. Для забезпечення права власності стаття 51 Закону "Про акціонерні товариства" (ЗАТ) передбачає, що товариство веде реєстр акціонерів, який повинен запроваджуватися протягом 1 місяця після державної реєстрації товариства. ЗАТ дозволяє меншим товариствам (товариствам, які налічують менше ніж 50 акціонерів) вести реєстр або вести реєстр в спеціалізованій організації – Центральній Депозитарій Вірменії. Більші товариства (які налічують 50 і більше акціонерів) повинні вести свій реєстр в Депозитарії.

² Цифри одержані від Комісії з цінних паперів Республіки Вірменія та відображають ситуацію станом на 1 січня 2002 р.

³ Огляд Практики Корпоративного Управління Відкритих Акціонерних Товариств в Республіці Вірменія, опублікований в липні 2000 року Проектом МФК з Корпоративного Управління, вказує на те, що у 70% відібраних товариств керівництво володіє в середньому 72% акцій.

Незважаючи на закон, існує багато товариств, які не перевели свої реєстри до Депозитарію або відмовилися реєструвати акції дрібних акціонерів. Багато товариств, особливо приватизованих, не запроваджували реєстрів, і наразі керівництво не має інформації про загальну кількість акціонерів та кількість акцій у їхньому володінні.

Як правило, реєстр акціонерів не є відкритим документом. Лише товариство, його акціонери, Комісія з цінних паперів та відповідні державні органи, у передбачених законом випадках, мають доступ до реєстру. Будь-який зареєстрований акціонер та його/її представник має право запитувати інформацію стосовно особистих рахунків. Коли Правління товариства складає перелік акціонерів, які мають право на участь в Загальних зборах акціонерів (ЗЗА) (на основі даних з реєстру акціонерів), акціонер або група акціонерів, яка володіє принаймні 10% прав голосу, має право ознайомлюватися із повним переліком акціонерів.

Акціонери не мають доступу до реєстру акціонерів для складення переліку акціонерів, коли Правління відмовляється скликати Позачергові загальні збори акціонерів (ПЗЗА). Це виключає можливість для дрібних акціонерів скликати правомочні ПЗЗА без згоди Правління. Це також означає, що акціонери, які володіють менше ніж 10% акцій з правом голосу, ніколи не мають можливості скликати ПЗЗА у Вірменії без згоди Правління, так як вони не мають доступу до реєстру акціонерів.

2.2 Дивіденди

Стаття 49 ЗАТ передбачає, що товариство може сплачувати дивіденди з чистого прибутку (одержаних надходжень) на кварталній основі, на піврічній основі та на річній основі. Рішення про оголошення і виплату будь-яких дивідендів уповноважені приймати ЗЗА (на основі рекомендацій Правління). Правління визначає розмір і вид виплати дивідендів (в грошовій або натуральній формі). Правління також визначає проміжні дивіденди. Це означає, що акціонери (зокрема ті, які не володіють контролем) не мають важелів, щоб примусити керівництво (та/або контролюючих акціонерів) розподілити дивіденди, так як лише Правління може подавати таке питання на розгляд Річних ЗЗА. Інший недолік полягає в тому, що ЗАТ не встановлює максимального терміну, до якого має відбутися сплата вже оголошених дивідендів. Закон також спеціально не передбачає, що будь-яка виплата дивідендів, здійснена з порушенням законодавства, буде повертатися товариству, якщо тільки акціонери не знають або не могли знати про невідповідність. У багатьох випадках акціонери не володіють достатнім розумінням законодавства, що робить їх ще більш уразливими за таких обставин.

Існує лише декілька товариств, які оголосили дивіденди у Вірменії. Не занадто багато товариств є функціональними і прибутковими, керівництво (або контролюючий акціонер) не поділяє прибутку з іншими акціонерами, або товариства приховують прибутки для уникнення оподаткування.

2.3 *Участь в здійсненні значних корпоративних змін*

Право участі в процесі прийняття рішень товариства шляхом участі в ЗЗА є іншим основним правом акціонерів. Стаття 67 ЗАТ визначає виключні повноваження ЗЗА щодо прийняття рішень з наступних питань:

- затвердження змін і доповнень до статуту товариства;
- реорганізація і ліквідація товариства;
- обрання членів Правління і дострокове припинення їхніх повноважень;
- визначення максимального розміру дозволеної кількості акцій;
- зменшення розміру статутного фонду;
- виплата річних дивідендів (згідно з рекомендацією Правління);
- затвердження великих операцій та операцій із зацікавленими особами;
- консолідація і поділ акцій.

Більшість з цих рішень вимагає затвердження більшістю голосів трьох чвертей акціонерів, що беруть участь в ЗЗА. Для затвердження ліквідації товариства і зменшення розміру статутного фонду закон встановлює два обов'язкових показники – голосування у підтримку з боку трьох чвертей учасників ЗЗА, які повинні представляти не менше ніж дві третини від загальної кількості акцій товариства з правом голосу. Не відомо, чому лише до цих двох рішень застосовуються обов'язкові показники. На відміну від цього рішення про призупинення (тимчасову відмову) переважних прав акціонерів вимагає лише затвердження простою більшістю голосів учасників ЗЗА. ЗАТ не дозволяє змінювати такий обов'язковий показник шляхом внесення змін і доповнень до статуту.⁴ В той самий час є важливі для акціонерів рішення, які можуть бути делеговані Правлінню згідно із статутом (наприклад, створення дочірніх і підпорядкованих підприємств), або які не включені до компетенції ЗЗА (придбання товариством своїх власних випущених акцій, зміни до визначення видів діяльності товариства).⁵ На практиці, зважаючи на концентрацію володіння у вірменських товариствах, такі рішення часто затверджуються контролюючим акціонером, в той час як дрібні акціонери часто не в змозі голосувати по таких питаннях.⁶

2.4 *Збори акціонерів*

Стаття 37.1 ЗАТ перераховує права, що закріплюються за простими акціями товариства. Поміж іншого, така стаття визначає, що власники простих акцій мають право на участь в ЗЗА з правом голосу по всіх питаннях, які включені до компетенції ЗЗА. Окрім цього стаття 38.1 ЗАТ передбачає, що власники

⁴ Див. ЗАТ, стаття 68.2, якою передбачено, що статут не може змінювати кількість голосів, яка вимагається для затвердження рішення ЗЗА.

⁵ Якщо тільки вони не визначені в статуті, і не існує потреби змінювати статут. В такому разі ЗЗА мають голосувати з приводу такого рішення.

⁶ Важливо зауважити, що незважаючи на нещодавнє прийняття ЗАТ в 2001, залишаються невідповідності з Цивільним Кодексом від 1998 року стосовно виключних повноважень ЗЗА. Стаття 115.1 Цивільного Кодексу передбачає, що питання про зміни до статутного фонду входить до компетенції ЗЗА, в той час як ЗАТ, стаття 83.1, передбачає, що ЗЗА можуть дозволити Правлінню випускати акції, і, таким чином, збільшувати статутний фонд без згоди ЗЗА.

привілейованих акцій не мають прав голосу, якщо тільки законом або статутом товариства не передбачено інше. Пункти 3 – 5 цієї самої статті визначають обставини, за яких власники привілейованих акцій мають права голосу. Власники привілейованих акцій мають права голосу коли:

- ЗЗА голосують з приводу реорганізації товариства, ліквідації товариства і внесення змін до статуту товариства, які обмежують права, що закріплюються за привілейованими акціями конкретного класу;
- товариство не сплачує акціонерам дивіденди по привілейованих акціях (в такому разі акціонери, які володіють привілейованими акціями, можуть голосувати по всіх питаннях, включених до порядку денного ЗЗА). Попри те власники привілейованих акцій голосують разом із власниками простих акцій, так як закон не передбачає відокремленого голосування.

Стаття 76 ЗАТ надає право власникам акцій з правом голосу голосувати під час ЗЗА через представників. Повноваження представника повинні належним чином підтверджуватися довіреністю.

ЗАТ також надає акціонерам право голосувати через представників під час ПЗЗА.⁷ Загалом голосування через представника не використовується у Вірменії через те, що не існує чіткого порядку спілкування з акціонерами (електронна пошта, факс, інші засоби зв'язку) та стосовно використання ними бюлетенів для голосування (довіреностей).

3. Рівноправне ставлення до акціонерів

3.1 Ставлення до дрібних акціонерів

Статті 37 і 38 ЗАТ надають власникам акцій одного того самого класу (прості і привілейовані) рівні права. Ці положення створюють основу рівноправного ставлення до акціонерів. Окрім цього закон дозволяє, щоб статут обмежував: (1) максимальну кількість акцій конкретного виду і класу, якою може володіти один акціонер; (2) максимальну загальну номінальну вартість акцій конкретного виду і класу, якими може володіти акціонер, та (3) максимальну кількість голосів, якою може володіти один акціонер. Із закону не ясно, чи обмеження максимальної кількості голосів, якою може володіти акціонер, є обмеженням на кшталт максимальної кількості акцій з право голосу, якими може володіти акціонер. В такому випадку, якщо це має на увазі закон, то акціонер може мати необмежену кількість акцій, але може голосувати лише максимальною кількістю голосів, визначеною обмеженням у статуті.

Закон визначає, що ці обмеження в рівному ступені поширюються на всіх акціонерів, що володіють акціями однакового виду і класу. Приклад такого обмеження практикується відкритим АТ "Діагностика", центром здоров'я у Вірменії. Статутом товариства передбачено, що жоден акціонер не може

⁷ Це не дозволяє проводити Річні ЗЗА заочно згідно із ЗАТ, стаття 69.1. Це означає, що принаймні один акціонер або його/її представник повинен бути фізично присутнім під час ЗЗА.

володіти акціями, номінальна вартість яких становить понад 4% статутного фонду товариства, *за винятком держави*.⁸

Обмеження можуть встановлюватися статутом товариства під час створення товариства або шляхом внесення до статуту змін і доповнень. Якщо обмеження встановлюється під час створення товариства, це вимагає одностайного голосування власниками, які володіють акціями з правом голосу, що беруть участь в Установчих Зборах.⁹ Для запровадження обмеження шляхом змін і доповнень до статуту ЗАТ вимагає затвердження трьох чвертей від усіх власників акцій з право голосу.¹⁰ Так як запровадження обмежень вимагає змін і доповнень до статуту і обмежує права акціонерів, то акціонери, які не брали участі в ЗЗА або голосували проти такого рішення, мають права викупу.

3.2 Додаткові права дрібних акціонерів

ЗАТ надає дрібним акціонерам додаткові права. Зокрема стаття 72.1 ЗАТ надає власникам принаймні 2% акцій з правом голосу право пропонувати не більше 2 питань до порядку денного ЗЗА і право пропонувати низку кандидатів до Правління і Контрольного Комітету товариства, що дорівнює максимальній кількості членів цих органів.¹¹ Правління, відповідальне за затвердження порядку денного ЗЗА, не може змінювати пропозицію акціонерів або відхилити їх включення до порядку денного, окрім ніж на підставах, визначених законом. Якщо Правління незаконно відмовляється включити питання до порядку денного, в такому разі такі акціонери мають право на оскарження такого рішення в суді. На практиці у Вірменії акціонери (особливо дрібні акціонери) рідко пропонують питання до порядку денного ЗЗА.

Подібним чином акціонери або група акціонерів, які володіють принаймні 10% акцій з правом голосу, можуть вимагати від товариства скликання ПЗЗА.¹² Закон не дозволяє статуту товариства надавати таке право акціонерам, які володіють меншою кількістю акцій з правом голосу. Правління не може змінювати порядок денний, запропонований акціонерами, і може відмовити у проведенні ПЗЗА лише на підставах, визначених законом. В такому випадку акціонери можуть також оскаржити рішення Правління в суді. Окрім цього, якщо Правління відмовляється скликати ПЗЗА або не приймає рішення з цього питання, акціонери можуть скликати ПЗЗА і стягнути з товариства витрати. У Вірменії право скликати ПЗЗА використовувалося акціонерами рідко.

Стаття 85 ЗАТ надає дрібним акціонерам дві можливості свого представлення у Правлінні. По-перше, власники принаймні 10% акцій з правом голосу можуть стати членами Правління або призначити свого представника, при цьому вони не обираються акціонерами. Це положення є досить суперечливим, так як воно

⁸ Держава володіє приблизно 34% акціями відкритого АТ "Діагностика".

⁹ Установчі Збори мають кворум, якщо були зареєстровано принаймні три чверті власників акцій з правом голосу. Див. ЗАТ, стаття 12.2.

¹⁰ Для інших рішень ЗЗА стосовно змін і доповнень до статуту товариства закон вимагає затвердження трьох чвертей власників акцій з правом голосу, які беруть участь в конкретних ЗЗА. Див. ЗАТ, стаття 68.

¹¹ Це є колективним правом, яке дозволяє групі акціонерів, які володіють разом 2% акцій з правом голосу, подавати пропозиції до порядку денного ЗЗА.

¹² Це також є колективним правом.

прямо порушує норму "одна акція – один голос", дозволяючи цим акціонерам також голосувати під час виборів на ЗЗА, і, таким чином, ці акціонери можуть реалізовувати свої права голосу двічі. Також це не є колективним правом, таким чином, що менша кількість акціонерів не може разом призначити свого представника до Правління. Це означає, що акціонер або група акціонерів, яка володіє разом принаймні 10% акцій з правом голосу, не може використовувати таке право.

По-друге, в товариствах, які налічують 500 або більше акціонерів, члени Правління повинні обиратися шляхом кумулятивного голосування. Хоча всі члени обираються в такий самий час протягом ЗЗА, директори, призначені на основі норми в 10%, звільняються від такої вимоги. У Вірменії більшість виборів до Правління є формальністю. Товариства, які повинні використовувати кумулятивне голосування, рідко дотримуються закону і лише в дуже нечисленних випадках дрібні акціонери добивалися успіху при призначенні свого представника до Правління.

Структура корпоративного управління також не забезпечує прав дрібних акціонерів, коли нова особа набуває контроль на товариством. Зокрема, акціонер, який набуває контроль над товариством, не зобов'язаний викупити акції інших акціонерів. Право акціонерів продати акції третім особам і права викупу дрібних акціонерів не є ефективними через відсутність достовірних процедур оцінки та відсутність у Вірменії фондового ринку. В багатьох товариствах дрібні акціонери не можуть продати свої акції, коли акціонери, які володіють більшістю акцій, або інші особи не бажають придбати такі акції.

3.3 Ставлення до іноземних акціонерів

Законом встановлене рівноправне ставлення до місцевих та іноземних акціонерів. На практиці іноземні акціонери, зазвичай, набувають контрольні пакети акцій в товариствах і забезпечують, щоб їхні права були захищені проти адміністративних зловживань.

3.4 Держава у якості акціонера

Юридичний статус Держави у якості акціонера регулюється ЗАТ і приватизаційним законодавством.¹³ Новий ЗАТ скасував концепцію "державних акціонерних товариств", надаючи, таким чином, товариствам, що знаходяться у (частковому або повному) володінні держави такий самий статус, який мають приватні АТ. Однак, ЗАТ все ще містить декілька положень, що розглядають державу як акціонера. Зокрема, стаття 11.2 ЗАТ передбачає, що Республіка Вірменія може бути акціонером товариства на таких самих підставах як і фізичні та юридичні особи. При цьому державним установам і установам місцевих органів влади забороняється діяти у якості акціонерів або засновників товариства.¹⁴ Теперішня юридична структура не надає акціям, які належать державі статусу, що відрізняється від статусу акцій, якими володіють фізичні

¹³ Див. ЗАТ, стаття 1.5.

¹⁴ Якщо акції товариства належать державі (або місцевим громадам), в такому разі державні установи (або установи місцевих органів влади) діють у якості **представників** держави, в той час як сама держава (або місцеві громади) залишаються **акціонером товариства**.

або юридичні особи. При цьому надається можливість впровадження "спеціальних привілеїв" для держави як акціонера через випуск привілейованих акцій.

В ЗАТ передбачено спеціальне правило (пов'язане із збільшенням статутного фонду) для товариств, які включені до приватизаційної програми.¹⁵ ЗАТ надає відсилання до приватизаційного законодавства, яке регулює цю процедуру, і яке все ще не прийнято. Мета цієї процедури полягає у виключенні розводнення акцій у володінні держави.¹⁶

4. Порушення прав акціонерів і зловживання ними

Концентрація володіння, суперечливість в законодавстві, загально недосконалі механізми правозастосування та брак знань акціонерів є складовими частинами порушень прав акціонерів у Вірменії. Однак, багато з цих невідповідностей часто не розкриваються, так як сторонні учасники (регулятивні органи і групи активних акціонерів, якщо такі є) та дрібні акціонери не здатні виявити або зрозуміти ці порушення. Більшість справ, які приймають до провадження в судах Вірменії, включають інші питання, на кшталт майнових прав, питань працевлаштування та договірних проблем. Наступні порушення прав дрібних акціонерів у Вірменії є найбільш частими:

Відверті розкрадання з боку керівництва/контролюючих акціонерів, виведення активів та операції для власної вигоди: ці порушення були досить поширені під час перших років приватизації. Внаслідок цього багато колишніх державних підприємств наразі не функціонують або працюють у невеликих обсягах. Активи були або безпосередньо продані стороннім учасникам, або переведені афілійованим особам нижче обґрунтованих ринкових цін. Незважаючи на те, що закони забороняють такі переведення, дуже важко зафіксувати такі операції і застосувати санкції щодо них. Відсутність належного механізму розкриття володіння ускладнює виявлення афілійованих осіб. Корупція і недосконалі засоби примусового впровадження є іншими "складовими частинами" цієї ситуації. В усіх випадках товариства самі і, таким чином, дрібні акціонери часто одержують лише незначну частину дійсної вартості таких активів, якщо взагалі одержують.

Розводнення дрібних акціонерів: для контролюючих акціонерів дуже легко розводнити дрібних акціонерів через збільшення капіталу. Дрібні акціонери часто не в змозі реалізувати свої переважні права для підтримання такої самої частки своїх акцій просто через те, що вони дуже бідні (якщо вони усвідомлять свої права). Навіть держава як акціонер була у багатьох випадках "жертвою" таких збільшень капіталу. Ситуація ще більше погіршується, коли збільшення капіталу здійснюється через майнові внески, які дрібні акціонери просто не можуть зробити. В інших випадках внутрішні учасники вносять активи, які є не є корисними, або які значно переоцінені. Іншим засобом розводнення, що стає

¹⁵ Див. ЗАТ, стаття 35.9.

¹⁶ Зафіксовано декілька випадків, коли товариства з державними акціями випускали додаткові акції, і держава не могла придбати нові акції з тим, щоб підтримати таке саме співвідношення (і реалізувати свої переважні права). В результаті частка володіння державною акціями значно розводнювалася.

більш "популярним" в теперішній час, є консолідація акцій. Внаслідок консолідації кількість акціонерів зменшується, і загальний відсоток акцій у володінні дрібних акціонерів також значно зменшується.

Передача цінних активів товариства через реорганізацію: такі порушення стають більш поширеними. У Вірменії для цілей перетворення приватизовані підприємства у більш привабливі для інвесторів було реорганізовано декілька товариств, при цьому цінні активи були переведені в об'єкт майже без пасивів, а неліквідні і некорисні активи та більшість пасивів були переведені в інший об'єкт (або вони залишилися у товаристві). Дуже часто дрібні та неафілійовані акціонери залишаються в товаристві із пасивами та некорисними активами.

Маніпуляція інформацією: в багатьох вірменських товариствах дрібні акціонери позбавлені будь-якої інформації стосовно товариства. Часто вони ніколи не бачили річних фінансових показників, якщо такі взагалі існують, що підлягають затвердженню ЗЗА. Керівництво і контролюючі акціонери часто не надають інформації стосовно фінансових планів товариства. Порушення все ще поширені в товариствах, за якими здійснює нагляд Комісія з цінних паперів.¹⁷

Несправедливий розподіл прибутків товариства: небагато вірменських товариств розподіляють прибутки у вигляді дивідендів. У більшості випадків внутрішні учасники або приховують реальні прибутки, щоб уникнути податкових зобов'язань, або утримують прибутки для "реінвестування" в товариство. В обох випадках внутрішні учасники часто одержують більше дивідендів ніж вони заслуговують на це.

Порушення стосовно ЗЗА: багато товариств ніколи не проводили ЗЗА. Через це керівництво товариства (як Спостережна Рада, так і Виконавчі Органи) робить все, що забажає. В багатьох товариствах акціонери (головним чином дрібні акціонери – працівники) позбавлені можливості реалізувати будь-які права, які закон закріплює за ЗЗА і акціонерами. Також досить поширені порушення процедури повідомлення акціонерів про ЗЗА, порядок денний ЗЗА та матеріали, які повинні супроводжувати повідомлення.

Порушення стосовно реєстру акціонерів: проблеми щодо реєстру акціонерів включають відсутність реєстру в багатьох товариствах, порушення правил ведення реєстру і обмеження доступу акціонерів до інформації в реєстрі.

Торгові операції на підставі внутрішньої інформації: через відсутність ринків капіталу у Вірменії та майже повну відсутність будь-якої торгівлі акціями, більшість торгових операцій на підставі внутрішньої інформації здійснюється неформально керівниками, які купують акції у працівників. При тому, що у Вірменії не існує справедливого встановлення ціни, керівники можуть маніпулювати працівниками, щоб примусити їх продати акції за зниженою ціною або надати акції в обмін за оплачувану посаду в товаристві (якщо така є).

¹⁷ Стаття 14 Закону "Про регулювання ринку цінних паперів" визначає декларуючими емітентами: (1) АТ, акції яких котируються на фондовій біржі; або (2) які налічують 50 і більше акціонерів, та чисті активи яких перевищують ліміт, встановлений Комісією з цінних паперів.

Один із самих недосконалих аспектів ЗАТ є той, що навіть хоча він передбачив майже всі основні права акціонерів, при цьому він не визначив заходів і механізмів для їх реалізації, захисту, і накладення стягнень. Це питання в деякому ступені регулюється Законом "Про регулювання ринку цінних паперів" (ЗРРЦП), яка надає Комісії з цінних паперів повноваження по накладенню стягнень. Зокрема, глава XIV ЗРРЦП присвячена адміністративній та цивільній відповідальності і повноваженням Комісії з цінних паперів по застосуванню штрафних санкцій.

5. Правозастосування і юридичне відшкодування

5.1 Регулятивне правозастосування

Вірменська судова система має два види судів, які можуть розглядати спори, що включають порушення прав акціонерів: суди загальної юрисдикції та комерційні суди. Який суд має юрисдикцію стосовно конкретного спору залежить від характеру спору (залежно від того, чи стосується він підприємницької діяльності) та сторін (сторони є фізичними особами або юридичними особами та окремими підприємцями).¹⁸ Через непередбачуваність рішень суду багато товариств з недовірою ставиться до судової системи і шукають захисту іншими шляхами. Однією такою альтернативою є арбітраж. Однак арбітраж не є чинним варіантом для всіх видів порушень прав акціонерів і не використовується у Вірменії.¹⁹ Іншим механізмом є захист через Комісію з цінних паперів. В якому ступені Комісія може замінити суд буде вирішено в майбутньому, так як вона була створена нещодавно. Комісія сама має заслужити довіру. Наразі більшість спорів вирішується неформально.

5.2 Доступ до юридичного відшкодування

Загальною юридичною структурою стосовно захисту прав акціонерів передбачає можливість звернення до суду, принаймні теоретично. Згідно зі статтею 38 Конституції Вірменії кожна особа має право захищати свої права і свободи будь-яким способом, що не заборонений законом. В той самий час кожна особа має право захищати через суд свої права і свободи, надані Конституцією і законами. Положення ЗАТ та ЗРРЦП регулюють спори щодо корпоративного управління. Зокрема стаття 68.13 ЗАТ визначає, що акціонери мають право оскаржувати в суді рішення ЗЗА, які були прийняті з порушенням вимог, встановлених законом, іншими нормативними актами і статутом. У небагатьох інших положеннях ЗАТ передбачає, що акціонери мають право оскаржувати рішення, прийняті Правлінням, якщо вони не відповідають законодавству (рішення про відхилення пропозиції акціонера щодо порядку денного ЗЗА, рішення про відмову скликати ПЗЗА або відсутність рішення по такому питанню тощо). ЗАТ не каже нічого про право акціонерів оскаржувати інші незаконні рішення Спостережної Ради і Виконавчого органу. В цих випадках

¹⁸ Це питання докладно регулюється Цивільним процесуальним кодексом, стаття 16.1, яка визначає, що спори між комерційними юридичними особами (товариствами і компаніями) та окремими підприємцями стосовно підприємницької діяльності підсудні комерційним судам. Концепція підприємницької діяльності визначається в статті 2 Цивільного кодексу.

¹⁹ Стаття 5 Закону "Про арбітраж і арбітражний процес" визначає, що арбітражним судам дозволяється вирішувати майнові спори.

Цивільний Кодекс може накладати загальну відповідальність на керівників і директорів.

Акціонерам також надається право захищати свої права, коли керівництво товариства спричинило збитки товариству через халадні дії або всупереч найліпшим інтересам товариства, тобто акціонерів. Стаття 90.5 ЗАТ визначає, що акціонери, які володіють принаймні 1% простих акцій товариства, мають право звертатися до суду з вимогою відшкодування збитків, заподіяних товариству керівництвом, яке порушило свої обов'язки сумлінного ставлення.²⁰ Важливо зазначити, що стаття ЗРРЦП надає таке саме право *будь-якому* зареєстрованому акціонеру. На практиці у Вірменії не існує випадків притягнення акціонерами керівництва до відповідальності через суд.

5.3 Саморегульовальне правозастосування

Для того, щоб акції товариства котирувалися на Вірменській фондовій біржі – Армекс – товариство має забезпечити, щоб його цінні папери (акції) були зареєстровані Комісією з цінних паперів або фондовою біржою. Реєстраційні вимоги обох закладів є такими самими, хоча дешевшою є реєстрація на фондовій біржі. ЗРРЦП²¹ і "Зведення правил, які регулюють ринки цінних паперів" (Регламент)²² визначають інформацію і документи, які товариство повинно подавати реєстраційному органу (Комісія з цінних паперів або Армекс) для того, щоб зареєструвати свої акції.²³

Фондова біржа має два рівня котирування для товариств – вищий рівень та нижній рівень. Для сприяння розвитку ринків цінних паперів і фондовій біржі у Вірменії фондова біржа не встановлювала умови котирування для товариств нинього рівня. Наразі 129 товариств котируються на нижньому рівні.

Для вищого рівня фондова біржа вимагає:²⁴

- мінімальний розмір статутного фонду – 50 мільйонів вірменських манат;²⁵
- мінімальний термін діяльності товариства – 3 роки;
- мінімальна кількість акціонерів і акцій – 200;
- мінімальна кількість акцій – 5000;
- мінімальний рівень річної рентабельності – товариство мало прибуток протягом останнього звітного періоду (не існує обмеження для цінних паперів нижнього рівню).

²⁰ Це є колективним правом.

²¹ Див. статтю 9 та 10 ЗРРЦП.

²² Див. статтю 23.1 Регламенту.

²³ Реєстрація на фондовій біржі означає реєстрацію в Комісії з цінних паперів, але реєстрація в Комісії все ще вимагає, щоб цінні папери були зареєстровані на фондовій біржі, що є передумовою для котирування на біржі.

²⁴ Станом на 15 березня 2002 року акції не котирувалися на вищому рівні.

²⁵ Приблизно 87 000 доларів США.

Фондова біржа встановила наступні вимоги для підтримання котирування для обох рівнів:

- розкриття річних фінансових показників (затверджених аудитором) та квартальних фінансових показників (не підлягають затвердженню аудитором);
- реєстр акціонерів повинен вести Центральний Депозитарій;
- сплата необхідних платежів;
- інформування біржі у разі порушень будь-яких вимог котирування (для компаній, які котируються на вищому рівні);
- інші вимоги для декларуючих товариств.

У разі порушення вимог щодо підтримання котирування фондової біржі Армекс може накладати два стягнення: тимчасове виключення і постійне виключення з котирування. Тимчасове виключення з котирування застосовується в наступних випадках:

- призупиняється реєстрація акцій товариства;
- товариство не сплачує платежі, що вимагаються для підтримання котирування;
- закінчилася дія контракту між емітентом і фондовою біржою.

Правила Котирування і Виключення з Котирування Вірменської Фондової Біржі передбачають, що акції товариства можуть бути постійно виключені з котирування, якщо:

- реєстрація акцій припиняється;
- закінчилася дія контракту між емітентом і фондовою біржою, і новий контракт не було укладено;
- товариства звертається із проханням про постійне виключення з котирування;
- емітент в процесі ліквідації;
- емітент є банкрутом;
- скасовано контракт між емітентом та фондовою біржою стосовно ведення котирування;

- під час періоду, коли акції були тимчасово виключені з котирування, проблеми щодо тимчасового виключення з котирування не були вирішені;
- термін цінних паперів, що котируються вичерпався.

Поки жодне товариство не було тимчасово або постійно виключено з котирування Армексу. До того ж скоро буде запроваджено обов'язкове котирування для товариств із 100 та більше акціонерами.²⁶ Як вимоги до котирування, так і накладення стягнень майже не поширюються на права акціонерів, і саморегулювання у Вірменії майже не існує.

6. Обізнаність акціонерів та об'єднання акціонерів

Одна з головних причин у загальній нерозвиненості реалізації прав акціонерів і корпоративного управління у Вірменії полягає в пасивності дрібних акціонерів. Такі акціонери є пасивними через наступні причини:

- більшість акціонерів не знає своїх прав як акціонерів і повністю не розуміє системи корпоративного управління;
- для акціонерів практично неможливо організувати себе через витрати і велику кількість та різноманітність осіб, що беруть участь;²⁷
- розповсюдження акцій на безоплатній основі можливо сприяло формуванню пасивного підходу акціонерів, які, як правило, є байдужими до дій директорів та керівництва;
- витрати невеликих окремих акціонерів, що будуть брати участь в корпоративному управлінні, є більшими ніж їхні прибутки.

Однак, ознайомлення акціонерів з їхніми основними правами і розвиток механізмів захисту цих прав є дуже важливими. На сьогодні у Вірменії було започатковано лише декілька ініціатив щодо корпоративного управління. Першим і найбільш ефективним був Проект МФК з питань корпоративного управління (березень 1999 року – серпень 2000 року). Проект відіграв важливу роль щодо впровадження у Вірменії концепції корпоративного управління у великому масштабі. Програма співпрацювала з урядом, керівництвом і акціонерами приватизованих підприємств, недержавними організаціями, засобами масової інформації та закладами вищої освіти. Один з компонентів проекту полягав у розробці і розповсюдженні Інструкції з корпоративного управління, що була практичним посібником для багатьох вірменських АТ. Проект також працював з більше як 500 найбільш активними товариствами і підтримував якісні стандарти корпоративного управління.

²⁶ Правило 51 "Обов'язкове котирування цінних паперів" було прийнято 8 лютого 2002 року і набере чинності після офіційного опублікування.

²⁷ Станом на 1 січня 2002 року в Центральній Депозитарії зареєстровано близько 118 000 акціонерів.

Другим заходом – наразі єдиний діючий проект у Вірменії – є Об'єднання Акціонерів. Незважаючи на факт, що деякі з його працівників також працюють в державних установах, і ці установи фактично представляють інтереси держави в багатьох АТ, Об'єднання є активним у піднесенні обізнаності акціонерів про корпоративне управління.

7. Заключення: пріоритетні напрямки поліпшення прав акціонерів

Поліпшення прав акціонерів має два аспекти – поліпшення законодавства і реалізація прав акціонерів.

Незважаючи на те, що закони у Вірменії містять багато положень, які захищають дрібних акціонерів, можна рекомендувати наступне:

- дрібні акціонери є дуже уразливими в ситуаціях, коли особа набуває контроль над товариством. Закон може примусити нового акціонера запропонувати існуючим акціонерам для купівлі їхніх акцій вищу ціну порівнян з ціною, яку така особа сплатила за акції, щоб набути контроль;
- закон може ліпше врегулювати процедуру ЗЗА, наприклад, голосування через представника;
- стосунки в корпоративних групах повинні регулюватися так, щоб права дрібних акціонерів в дочірніх та підпорядкованих підприємствах були ліпше захищені;
- Наразі уряд Вірменії готує проект закону про небанківські фінансові установи, який регулює певні аспекти адміністративного нагляду за їхньою діяльністю. Однак, був би доречним окремий закон, що регулює діяльність інвестиційних та пенсійних фондів;
- можуть бути запроваджені відповідні стягнення за порушення прав акціонерів.

Поліпшення реалізації прав акціонерів є складним і тривалим процесом. Ефективна реалізація прав акціонерів вимагає багатьох заходів, які не завжди пов'язані з корпоративним законодавством. Реалізація прав акціонерів у Вірменії може бути поліпшена завдяки наступному:

- боротьба з корупцією (адміністративними і судовими засобами);
- розвиток інфраструктури і закладів фондового ринку, на кшталт інвестиційних банків, інституційних інвесторів, бухгалтерів і юристів з питань цінних паперів, фінансової преси та різноманітних недержавних організацій, а також шляхом піднесення обізнаності про права акціонерів;
- надання рекомендацій уряду Вірменії та регулюючим органам по питаннях стосовно захисту дрібних акціонерів у Вірменії;

- розповсюдження інформації стосовно прав акціонерів і практичних проблем у Вірменії.

Додаток: правова і регулятивна структура, що забезпечує права акціонерів

Діючі закони та інші законодавчі акти:

- 1) Цивільний Кодекс Республіки Вірменія від 1998 року;
- 2) Цивільний процесуальний Кодекс Республіки Вірменія від 1998 року;
- 3) Закон "Про акціонерні товариства" від 2001 року;
- 4) Закон "Про регулювання ринку цінних паперів" від 2000 року;
- 5) Закон "Про приватизація державного майна" від 1997 року;
- 6) Закон "Про приватизаційну програму на 2001 – 2003 роки" від 2000 року;
- 7) Закон "Про арбітраж і арбітражний процес" від 1998 року;
- 8) Закон "Про примусове виконання судових рішень" від 1998 року;
- 9) Закон "Про банкрутство" від 1996 року;
- 10) "Зведення правил, які регулюють ринки цінних паперів" від 2001 року;
- 11) Рішення уряду Республіки Вірменія № 351 від 31/10/1996 про Затвердження Порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів;
- 12) Рішення уряду Республіки Вірменія № 211 від 8/04/1999 про Регулювання Порядку ведення і утримання реєстру власників іменних цінних паперів;
- 13) Рішення уряду Республіки Вірменія № 21 від 21/10/2000 про Реорганізацію Товариств, у яких держава володіє більше ніж 50 відсотками статутного фонду;
- 14) Правила котирування і виключення з котирування на Вірменській фондовій біржі від 2001 року.

Закони та інші законодавчі акти, проекти яких розробляються:

- 1) Проект Закону "Про аудит";
- 2) Проект Закону "Про банкрутство";
- 3) Проект Закону "Про небанківські установи";
- 4) Проект Закону "Про арбітраж";
- 5) Проект Кримінального Кодексу;
- 6) Положення Комісії з цінних паперів Республіки Вірменія "Про голосування через представників".