

РОЗВИТОК ЗАКОНОДАВСТВА США ЩОДО ЗДІЙСНЕННЯ РЕГУЛЮВАННЯ ТА КОНТРОЛЮ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: досвід семи десятиліть



Ростислав Калюжний,

професор, доктор юрид. наук,
начальник кафедри теорії і історії держави
та права Київського інституту внутрішніх справ
при Національній академії внутрішніх справ
України,



Ігор Андрущенко,

кафедра управління Національної академії
внутрішніх справ України

Економіка США ґрунтується на приватній власності та значною мірою залежить від приватних інвестицій, які і дають необхідний капітал. Орієнтованість американського законодавства з цінних паперів щодо надання інформації із запобігання зловживанням стимулює довіру населення до діяльності фондових бірж та сприяє придбанню інвесторами цінних паперів, що запропоновані підприємствами й акціонерними товариствами. Активна діяльність фондових бірж по збуту цінних паперів сприяє розвитку «первинного» ринку цінних паперів, оскільки вкладникам гарантується можливість продажу акцій у будь-який час.

Основний тягар щодо стимулювання розвитку законодавства з цінних паперів і здійснення контрольних повноважень за його дотриманням у США взяла на себе **Комісія з цінних паперів і бірж** (далі – КЦПБ), яка є державним контролюючим органом уряду США, що здійснює загальне керівництво та нагляд за дотриманням законодавства країни з цінних паперів. На підставі чинного законодавства федеральний уряд США здійснює регулювання первинного та вторинного ринків купівлі-продажу цінних паперів. **Первинний** – це ринок цінних паперів, на якому емітенти продають свої папери, а **вторинний** – це ринок купівлі-продажу раніше випущених в обіг цінних паперів. Американське законодавство з цінних паперів вимагає надання всіх необхідних даних стосовно акціонерних товариств та цінних паперів, а також даних, спрямованих на запобігання порушенням норм чинного законодавства щодо випуску та продажу цінних паперів.

КЦПБ була створена Конгресом відповідно до **закону США про торгівлю цінними паперами 1934 р.** і є незалежним та неpolitичним регулюючим агентством. Вона є незалежним органом федерального уряду США. Керівництво КЦПБ здійснюють п'ять членів уряду, які призначаються Президентом США

та схвалюються більшістю голосів у Сенаті. Комісія здійснює не тільки виконавчі функції (управління та нагляд за виконанням законів), а й частково законодавчі (прийняття законів) та судові (винесення судових рішень щодо призупинення дії ліцензії або її вилучення).

Відносна незалежність КЦПБ від Президента США пояснюється специфікою її структури. На відміну від інших державних посадових осіб, що призначає американський Президент, наприклад державного секретаря або міністра оборони, які можуть бути зняті зі своїх постів за вказівкою Президента, члени КЦПБ позбавляються свого поста тільки у зв'язку з недостойною поведінкою. Проте починаючи з 1934 р. не було жодного випадку усунення члена КЦПБ від роботи. До того ж члени КЦПБ призначаються на п'ятирічний термін ротації, протягом якого щорічно змінюється один із її членів (у шаховому порядку). Це робиться для того, щоб новообраний Президент США при вступі на посаду не міг замінити весь склад КЦПБ. На практиці деякі члени Комісії йдуть із свого поста раніше призначеного терміну, а інші подають прохання про відставку новообраному Президенту. Взагалі ж система ротації дає очікувані результати.

Відповідно до чинного законодавства США не більше трьох членів КЦПБ можуть перебувати в одній політичній партії, хоча це положення і не дає змоги Президенту США формувати склад Комісії тільки з членів своєї політичної партії. Проте незалежність її роботи ослаблена рядом чинників.

По-перше, Президент США призначає одного з п'яти членів Головою КЦПБ. Голова є дуже впливовою особою, оскільки в його обов'язок входить підготовка проекту бюджету КЦПБ, призначення керівників управління і підготовка порядку денного з обговорення кола питань, що належить розглянути Комісії.

По-друге, Комісія є дорадчим органом, де рішення приймаються більшістю голосів

при наявності кворуму (три члени Комісії). Відповідно, для ухвалення рішення потрібно максимум три голоси.

По-третє, хоча американський Президент не може призначити на два місця членів своєї політичної партії, проте він може віддати ці посади тим, хто схвалює його політику.

По-четверте, бюджет Комісії вноситься на розгляд через Адміністративно-бюджетне управління, що є правою рукою Білого дому.

Засідання Комісії проводяться у міру необхідності. На засіданнях розглядаються та вирішуються питання, з якими співробітники КЦПБ звертаються до її членів. Такі питання можуть включати тлумачення законодавства з цінних паперів, внесення доповнень до існуючих норм відповідно до законодавства, заходи щодо дотримання вимог чинного законодавства, а також питання, які пов'язані з керівництвом Комісією.

Штат Комісії, що налічує понад 2700 чоловік, включає юристів, бухгалтерів, фахівців-аналітиків і експертів у сфері фінансів, інженерів, науковців, економістів та експертів з інших сфер, а також адміністративно-службовий персонал. Усі співробітники працюють у різних відділах і секторах, кожний із яких відповідає за конкретну сферу застосування державного законодавства з цінних паперів; начальників відділів і секторів призначає голова. Штаб-квартира Комісії знаходиться у Вашингтоні, округ Колумбія. Комісія має місцеві відділення в семи найбільших містах, що розташовані по всій території США [1].

Одним із основних завдань Комісії є дотримання федерального законодавства про цінні папери, яке покликане захищати інвесторів. Метою цих законів є забезпечення справедливої політики на фондовому ринку та гарантування виконання законодавства з цінних паперів, а при необхідності – за допомогою санкцій. КЦПБ стежить за виконанням основних законів, на яких закладено основу функціонування фондового ринку: про цінні папери 1933 р.; про торгівлю цінними паперами 1934 р.; про холдингові компанії в комунальному господарстві 1935 р.; про контракт між утримувачем акції і компанією 1939 р.; про інвестиційні компанії 1940 р.;

Комісія щорічно доповідає Конгресу США про виконання чинного законодавства з цінних паперів.

Під керівництвом Голови та членів Комісії її персонал гарантує виконання учасниками фондового ринку федерального законодавства з цінних паперів, яке було розроблене для полегшення отримання обґрунтованих інвестиційних аналізів та прийняття рішень щодо інвестування грошових коштів в економіку країни потенційними інвесторами. Якщо отримана інформація, істотно для обґрунтованої інвестиції, розкривається належним чином, Комісія не може забороняти продаж цінних паперів, аналіз яких може вказати на сумніви в їх цінності. У США саме інвестор, а не Комісія робить остаточний висновок про вартість цінних паперів, запропонованих на продаж.

Закон про цінні папери 1933 р. – це закон про «правдивість цінних паперів», він переслідує дві основні мети:

- вимогу давати інвесторам істотну інформацію відносно цінних паперів, запропонованих на продаж;
- запобігання введення в оману та іншим формам шахрайства при продажу цінних паперів.

Основні засоби досягнення цієї мети полягають у розкритті фінансової інформації за допомогою реєстрації пропозицій та продажу цінних паперів. Федеральні та державні боргові зобов'язання не підлягають реєстрації. Певні цінні папери й угоди можуть бути виключені з положень про реєстрацію.

Закон про торгівлю цінними паперами 1934 р. Відповідно до цього закону Конгрес США поширив доктрину «розкриття» інформації для захисту інвесторів на цінні папери. Через тридцять років доповнення до Закону про цінні папери 1964 р. поширили положення про розкриття інформації та звіти учасників ринку цінних паперів також і на позабіржовий фондовий ринок. Сфера дії цього положення поширилась на сотні компаній з активами понад 1 млн дол. США та числом акціонерів 500 чоловік і більше. Цей закон ставить за мету забезпечення дотримання упорядкованості фондового ринку, заборону певних видів діяльності та розроблення правил відносно операцій на ринку цінних паперів та їх учасників.

Закон про холдингові компанії в комунальному господарстві 1935 р. Холдингові компанії, які через дочірні підприємства займаються бізнесом у сфері комунального господарства або роздрібною збуту природного газу, є об'єктом регулювання згідно з цим законом. На середину 90-х років XX ст. було зареєстровано 14 компаній такого типу. Дані компанії повинні реєструватися в КЦПБ і надавати звіти відповідно до встановленого терміну. У цих звітах містяться докладна інформація відносно організації фінансової структури, напрямку її діяльності, а також її дочірніх підприємств. Холдингові компанії та їхні дочірні підприємства повинні дотримуватись правил КЦПБ щодо випуску та продажу цінних паперів.

Закон про контракт між утримувачем акцій і компанією 1939 р. Дія цього закону поширюється на облигації, боргові зобов'язання, векселі та інші аналогічні боргові цінні папери, що запропоновані на продаж згідно з контрактом між утримувачем і компанією на суму понад 7,5 млн дол. США. Хоча такі цінні папери реєструються згідно з законом про цінні папери, вони не можуть пропонуватися на продаж, якщо контракт не відповідає нормам даного закону. Закон призначений для захисту прав та інтересів покупців: вимагає, щоб власник був у формі корпорації з мінімальним капіталом та представляв звіти і повідомлення утримувачам цінних паперів; пред'являє високі стандарти поведінки та відповідальності до влас-

ника; перешкоджає, у випадку невиконання контракту, збору претензій за боргами емітента власнику; забезпечує представлення емітентом власнику доказів виконання умов та вимог контракту;

Інші положення закону забороняють порушення права утримувачів цінних паперів подавати в суд на отримання грошових коштів та відсотків, за винятком особливих обставин. Він також вимагає ведення списку утримувачів цінних паперів для їх зв'язку один з одним відносно їх прав як утримувачів цінних паперів.

У 1987 р. КЦПБ направила до Конгресу законодавчу пропозицію про удосконалення процедури по даному закону для задоволення потреб суспільства через виникнення нових типів боргових інструментів і передових методів фінансування. Ця законодавча пропозиція була затверджена і набула сили закону в 1990 р.

Закон про інвестиційні компанії 1940 р. Закон про холдингові компанії в комунальному господарстві 1935 р. зобов'язав Конгрес США орієнтувати КЦПБ на вивчення діяльності інвестиційних компаній і радників по інвестиціях. Результати дослідження були направлені до Конгресу США у вигляді серії звітів, поданих у 1938–1940 рр., що привело до розробки законів про інвестиційних радників та про інвестиційні компанії 1940 р. Дані закони були підтримані КЦПБ, а також фондовим ринком.

Крім того, цей закон забороняє таким компаніям істотно змінювати напрям діяльності свого бізнесу або інвестиційної політики без затвердження акціонерами; забороняє особам, винним у шахрайстві з цінними паперами, бути посадовими особами і директорами; дозволяє гарантам розміщення цінних паперів, банкірам або брокерам входити до ради директорів такої компанії; вимагає, щоб контракти представлялися на затвердження утримувачів цінних паперів; забороняє укладати угоди між компаніями та їх директорами, посадовими особами, філіями або особами, за винятком випадків, коли це затверджується КЦПБ; забороняє пірамідальну систему таких компаній і перехресне володіння їх цінними паперами.

Закон про інвестиційних радників 1940 р. Цей закон установив механізм регулювання діяльності інвестиційних радників. У деяких відношеннях він характеризується положеннями, аналогічними положенням закону про цінні папери і біржі, що визначає діяльність брокерів і дилерів. З певними винятками цей закон вимагає, щоб особа або фірма, які отримують винагороду за надання рекомендацій іншим щодо інвестування в цінні папери, реєструвалися в КЦПБ і виконували законодавчі норми, що призначені для захисту інвесторів.

Комісія може відмовити, призупинити або скасувати реєстрацію інвестиційного радника, якщо після його реєстрації КЦПБ знаходить підстави для законодавчої дискваліфікації. У законі містяться положення проти шахрайства. Також даний закон наділяє Комісію правом

прийняття правил, що визначають шахрайські дії. Він також вимагає від інвестиційних радників розкривати причину їх зацікавленості в угодах, здійснюваних для їх клієнтів, звітувати відповідно до правил КЦПБ надавати звітність для інспектування КЦПБ [2].

У 1961 р. Конгрес США доручив Комісії здійснити аналіз діяльності національних бірж цінних паперів та Національної асоціації дилерів з цінних паперів. Результатом цього аналізу стало спеціальне дослідження у сфері роботи ринків цінних паперів 1963 р. і поява **Доповнень до законів про цінні папери 1964 р.** Відповідно до доповнень вимоги до реєстрації та розкриття інформації поширились і на цінні папери, що продаються на позабіржових ринках. Крім того, посилились вимоги до кваліфікації учасників фондового ринку, саморегулюючих організацій та їх співробітників.

Конгрес США прийняв **закон Уільямса** в 1968 р., а в 1970 р. вніс до нього доповнення з метою відображення необхідності розкриття інформації в процесі поглинання корпорацій. Відповідно до нового законодавства посилювалися вимоги до розкриття інформації особами, які мають намір придбати цінні папери за готівку, здійснити їх обмін та придбати великі партії цінних паперів. У свою чергу, Комісія наділялася широкими директивними повноваженнями у сфері регулювання намірів щодо придбання цінних паперів.

Закон про забезпечення захисту прав вкладників у цінні папери 1970 р. Відповідно до цього закону утворено Корпорацію по забезпеченню захисту прав вкладників у цінні папери, яка повинна була упразднити роботу страхового фонду, який забезпечує страхування клієнтів брокерів-дилерів. У даний момент сума страховки цінних паперів становить 500 тис. дол. США, а готівки – 100 тис. дол. на клієнта. Дана страховка забезпечує захист інвесторів у випадку банкрутства брокера, але при цьому не забезпечує захист від шахрайств брокерів-дилерів та від хибних інвестиційних рішень.

У 1975 р. Конгрес США вніс **Доповнення до закону про цінні папери**, що скасовують фіксовані комісійні брокерів-дилерів та спонукають КЦПБ сприяти розвитку системи національного фондового ринку. Відповідно до доповнень була також заснована Директивна рада по муніципальних цінних паперах, у обов'язки якої входить здійснення контролю за роботою сектору муніципальних цінних паперів та надгляд щодо дотримання вимог з реєстрації і ведення звітності агентами та депозитаріями цінних паперів.

Слідом за Уотергейтським скандалом і повідомленнями про те, що американські фондові компанії здійснюють сумнівні виплати офіційним особам у США та за кордоном, КЦПБ затвердила програму, яка дала змогу компаніям уникати виконавчих дій Комісії шляхом проведення власного розслідування випадків сумнівних або незаконних виплат. Внаслідок цього було виявлено близько 450

американських корпорацій та фондів, які були задіяні для підкупу посадових осіб у США та за кордоном, що й привело до прийняття **Закону про нелегальні операції за кордоном 1977 р.** [3]. Цей закон забороняє фальсифікацію корпоративних бухгалтерських документів і зобов'язує керівництво корпорацій ввести систему заходів внутрішнього бухгалтерського контролю. Він також забороняє компаніям США здійснювати виплати офіційним іноземним особам з метою отримання або продовження контрактів.

У 1983 р. Комісія з цінних паперів і бірж запропонувала доповнення до чинного законодавства з метою посилення заходів щодо боротьби з торгівлею з використанням конфіденційної інформації. У цьому самому році Конгрес США прийняв **Закон про санкції проти осіб, які займаються торгівлею з використанням конфіденційної інформації**, відповідно до якого Комісія наділялася повноваженнями щодо накладення стягнень на суму трикратного прибутку, отриманого у результаті укладення угод із використанням конфіденційної інформації. Також підвищувався розмір максимальних штрафних санкцій.

Закон про державні цінні папери 1986 р. вніс доповнення до закону про цінні папери і біржі. Це дало змогу Міністерству фінансів США оприлюднити правила, що стосуються деяких аспектів операцій з державними цінними паперами. Даний закон також наділяв КЦПБ та Національну асоціацію дилерів з цінних паперів повноваженнями у сфері здійснення перевірок фінансових документів і угод дилерів по операціях з державними цінними паперами. Закон також надавав Комісії повноваження щодо обмеження діяльності брокерів і дилерів по операціях з державними цінними паперами та призупинення чи анулювання дії їх ліцензій.

Закон щодо заходів по здійсненню законодавчих повноважень на фондовому ринку у сфері операцій з «копійчаними» акціями 1990 р. ввів нові судові й адміністративні заходи за порушення федеральних законів про цінні папери. У свою чергу, Комісія наділялася новими повноваженнями щодо регулювання ринку «копійчаних» акцій.

Положення реформ щодо «копійчаних» акцій мало на меті зміцнення повноважень КЦПБ у сфері боротьби з шахрайськими діями на ринку цих акцій. В основному «копійчани» акції – це недорогі цінні папери (вартість яких не перевищує 5 дол. США за акцію), що здійснюють обіг на позабіржовому ринку. На відміну від них середня ціна акцій, що продавались на Нью-Йоркській біржі у грудні 1990 р., становила близько 30 дол. США за акцію. Крім того, дані положення зобов'язали КЦПБ підготувати правила, що регулюють ринок «копійчаних» акцій.

Закон про реформу ринку цінних паперів 1990 р. мав на меті подальше розширення повноважень КЦПБ, а саме:

- *по-перше*, при відсутності заперечень у Президента США КЦПБ може призупинити на певний час торгівлю цінними паперами, якщо це необхідно в інтересах товариства та для захисту прав інвесторів;

- *по-друге*, КЦПБ може здійснювати відповідні дії в період надзвичайних ситуацій та з метою підтримки функціонування ринку цінних паперів;

- *по-третє*, КЦПБ має право затверджувати правила, що стосуються вимог до надання звітів і ведення обліку відносно великих торговців і угод на велику суму;

- *по-четверте*, розширюються можливості одержання Комісією інформації, що допомагає їй оцінювати фінансовий стан брокера чи дилера.

Закон надав Комісії додаткові повноваження по координації міжнародних зусиль у сфері дотримання законодавства щодо надання необхідної інформації власникам цінних паперів, які перебувають за кордоном.

У серпні 1991 р. в компанії «Соломен Бродерс Інк.» були виявлені випадки порушення чинного законодавства про цінні папери у зв'язку з проведенням аукціонів з продажу державних цінних паперів. Так званий «скандал у компанії «Соломен» став причиною того, що у Конгресі США було детально розглянуто питання діяльності ринку державних цінних паперів. Після дворічних дискусій, наприкінці 1993 р., Конгрес США прийняв **Доповнення до закону про державні цінні папери**, які також розширили повноваження Комісії у сфері розробки норм чинного законодавства по боротьбі з шахрайськими діями на ринку державних цінних паперів [1].

І, наостанок, слід додати, що в міру того, як торгівля цінними паперами набуває все більш глобального характеру щодо регулювання операцій з цінними паперами, Сполученим Штатам Америки доведеться вирішувати проблему переходу від регулювання та забезпечення виконання норм чинного законодавства про цінні папери до переорієнтації на їх міжнародну торгівлю.

Література

1. *Регулювання та правозастосування на ринку цінних паперів США* // Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – 1997. – 40 с.
2. *Діяльність КЦПБ* // Комісія з цінних паперів і бірж США. – 1995. – 40 с.
3. *Чарльз Б. ДеВитт*. Міжнародні операції з інвестицій або переведення нелегальних грошових коштів з метою приховування джерел їх отримання. Розслідування та дослідження // Національний інститут юстиції США. – 1992. – 24 с.

