

Ірина Полянська

Львівський національний університет імені Івана Франка, Україна

АКТУАЛЬНІ ПИТАННЯ РЕАЛІЗАЦІЇ ПРАВА НА ОДЕРЖАННЯ ДИВІДЕНДІВ ЗА АКЦІЯМИ КОРПОРАТИВНОГО ФОНДУ В УКРАЇНІ

Iryna Polianska

Ivan Franko National University of Lviv, Ukraine

ACTUAL ISSUES OF REALIZATION OF THE RIGHT TO DIVIDENDS ON SHARES OF THE CORPORATE INVESTMENT FUND IN UKRAINE

The article is an attempt to explore the legal nature of the right of participants of Corporate Fund of the Closed Type (CF) to receive dividends, and to determine patterns of national model of mechanism of ensuring the implementation of this right.

The author substantiated that the basis of the right to dividends consists of complex legal structure, which is comprised of three interrelated legal facts. It is being proved, that as an element of joint relationship of mutual investment, the right to receive dividends on shares of CF arises as a result of adoption and is reflected in the text of the statute issuer's decision concerning the payment of dividends.

The shortcomings of the mechanism of the right of CF participants to receive dividends were being discovered and analyzed. In particular, there were disclosed such aspects of the mechanism of payment of dividends as: base dividends' accrual; form of payment of dividends; terms of dividends payment, etc.

In order to improve the mechanism of the right to dividends the author analyzed a number of Ukrainian and foreign laws, secondary sources of law, and on this basis the recommendations on solving the relevant problematic aspects were developed.

Key words: joint investment institutions, corporate fund of the closed type, share of the corporate fund, dividends, right of the investor to dividends, mechanism of realization and protection of the right to dividends.

Постановка проблеми. Однією із загальних рис вітчизняної та зарубіжних концепцій побудови ринку спільного інвестування є наділення інвесторів інвестиційних фондів закритого типу особливим правовим статусом. На ґрунті українського законодавства ця особливість зумовлюється, з-поміж іншого, фактом декларування права інвесторів таких фондів на одержання дивідендів. Тоді як дивіденди за цінними паперами інститутів спільного інвестування (далі – ІСІ) відкритого та інтервального типу не нараховуються і не сплачуються.

У межах вітчизняної правової науки інститут права на одержання дивідендів характеризується значною історією становлення і розвитку. Висновки та узагальнення цивільно-правового рівня щодо пізнання цього явища висвітлені у працях В.Кравчука, В.Поєдинюк, І.Саракун, І.Спасібо-Фатєєвої, О.Вінник, О.Щербини, С.Кравченка та інших. Але ці роботи не вичерпують собою теми нашого дослідження, а лише фрагментарно розкривають деякі з його питань. Права інвесторів на одержання дивідендів розглядаються авторами крізь призму основного об'єкта їх наукового зацікавлення – господарських товариств; акціонерних правовідносин; пайових цінних паперів, які не обмежуються лише цінними паперами спільного інвестування. Щодо наукових розвідок у сфері функціонування ІСІ, то власне проблематика природи права інвесторів ІСІ на отримання дивідендів ще не була об'єктом окремого дослідження і не розглядалася через призму європейського нормативного досвіду. Актуальність дослідження зумовлює також той факт, що вітчизняна модель права на дивіденди за цінними паперами ІСІ зазнала суттєвої модифікації у зв'язку з оновленням законодавчої бази для ІСІ.

З огляду на це, *метою* даної статті є встановлення правової природи права учасників ІСІ

корпоративного типу на одержання дивідендів, визначення закономірностей національної моделі їх правового забезпечення, та обґрунтування – за результатами порівняльного аналізу з європейськими правовими моделями – системи заходів щодо розв'язання проблем реалізації та захисту цього права.

Вклад основного матеріалу. У структурі відносин спільного інвестування мета отримання доходу, як правило, відтермінована на час «виходу» інвестора з фонду. Інвестор вправі пред'явити до корпоративного фонду (далі – КФ) вимогу викупу належних йому цінних паперів і таким чином задовольнити свої інвестиційні потреби. Для учасників відкритих ІСІ це право вимоги підлягає задоволенню у будь-який робочий день; для інвесторів інтервальних КФ – у період інтервалу. І лише учасники КФ закритого типу не вправі реалізувати своє право «виходу» до закінчення строку функціонування інституту. Тому в якості своєрідної компенсації за обмеженість їх правового становища, інвесторам ІСІ закритого типу декларується право на отримання дивідендів.

Структурування моделі права на дивіденди для учасників ІСІ як компенсаційних виплат є винятково рисою законодавства декількох пострадянських держав (Латвії, України, Російської Федерації). Аргументованість цього підходу ставимо під сумнів, оскільки вважаємо, що подібне трактування права на дивіденди могло би стати за основу поширення концепції «дивідендних виплат» також на інші категорії інвесторів. Насамперед, говоримо про учасників інтервальних ІСІ, оскільки їх право на повернення інвестицій теж суттєво обмежене періодичним характером задоволення вимог викупу. У той же час не відкидаємо факту можливої зацікавленості й учасників ІСІ відкритого типу у розподілі доходу фонду через одержання проміжних виплат.

У випадку законодавчого досвіду європейських держав право на дивіденди не є прерогативою інвесторів лише одного типу інвестиційних фондів. Апробований практикою та прийнятий у більшості держав ЄС підхід передбачає, що таке право може бути інкорпороване у зміст цінного паперу будь-якого підприємства колективного інвестування в обігові цінні папери (далі – UCITS) незалежного від його типу чи виду. Механізм реалізації цієї можливості, тобто вибір інвестиційним фондом політики дивідендних виплат, здебільшого, перебуває у прямій залежності від податкового законодавства. «...Податкові правила часто встановлюють вимоги, згідно з якими фонди зобов'язані розподіляти між інвесторами весь або більшість доходу фонду (у вигляді дивідендів (виплат) – П.І.), або забороняють це...»¹. В окремих випадках, засновники UCITS можуть і на власний розсуд приймати рішення про можливість виплати дивідендів. Але в конструкції їх вибору теж закладені податкові передумови. Для прикладу, деякі держави-члени ЄС стимулюють вибір інвестиційними фондами політики збереження доходу на протигагу виплаті дивідендів через встановлення різного роду податкових пільг, якщо дохід не виплачується або навпаки, декларування високих податкових ставок, якщо виплати здійснюються, а не реінвестуються.

З проекцією на вітчизняне законодавство, ІСІ закритого типу у будь-якому випадку є самостійними у декларуванні права їх інвесторів на отримання дивідендів. Для останніх запровадження механізму виплат пов'язано з виокремленням альтернативної можливості для фіксації одержуваного доходу. Адже, якщо інвестори двох інших типів ІСІ мають змогу одержувати прибуток винятково після закінчення строку роботи інституту або при виході з нього шляхом продажу акцій на вторинному ринку, то учасники так званих «дивідендних ІСІ», можуть частково задовольняти свої майнові інтереси, не припиняючи при цьому відносин спільного інвестування.

Функцію посвідчення права учасників КФ закритого типу на отримання дивідендів виконує акція корпоративного фонду (далі – акція КФ). На нашу думку, акція КФ, на відміну від акції, не є цінним папером зі стабільним набором «прав з паперу». Річ у тім, що при створенні кожного окремого КФ закритого типу, зборами засновників вирішується питання щодо потенційної можливості провадження фондом у процесі його діяльності дивідендної політики. У випадку позитивного рішення ця можливість повинна бути відображена у тексті статуту фонду згідно з нормами п.11 ч.2 ст.11 та п.9 ч.2 ст.12 Закону України «Про інститути спільного інвестування» № 5080-VI від 05.07.2012 р.² (далі – Закон України «Про ІСІ»). Відсутність у статуті вказівки на можливість виплати дивідендів унеможлиблює на підставі п.9. ч.2 ст.17 цього ж Закону реалізацію загальними зборами своєї виключної компетенції на прийняття рішення про виплату дивідендів та затвердження їх розміру. На протигагу, право на дивіденди за акціями є обов'язковим елементом акціонерних правовідносин, а його виникнення не ставиться у залежність від волевиявлення

¹ Giles, M., Alexeeva, E., Buxton, S. (2003). *Managing Collective Investment Funds. Second Edition*. Hardcover, 264.

² Закон про інститути спільного інвестування 2012 (Верховна Рада України). *Відомості Верховної Ради України*, 29, 337.

засновників акціонерного товариства.

З наведеного випливає, що формування комплексу прав, які інкорпуються в акції КФ відбувається у кожному конкретному випадку на етапі створення фонду, а обсяг цих прав – включення до його складу права на отримання дивідендів – залежить від обраної засновниками політики діяльності інституту. Таким чином, якщо засновниками приймається рішення про спрямування усього майбутнього прибутку фонду на збільшення його активів, а, отже, про відмову від дивідендної політики – емітовані інститутом цінні папери не можуть посвідчувати права власників таких цінних паперів на отримання дивідендів.

Відтак, право на одержання дивідендів не є безумовним правом інвесторів КФ закритого типу. Це право не закріплене в Законі України «Про ІСІ» в якості такого, що належить будь-якому і кожному власнику акції КФ закритого типу. Законодавець лише декларує можливість виникнення права на дивіденди у межах конкретних правовідносин спільного інвестування за умови прийняття відповідного рішення засновниками КФ.

Якщо у юридичному складі права на дивіденди за акціями КФ необхідним елементом є посвідчення можливості виплати дивідендів у статуті фонду, то виникає запитання: чи вправі учасники внести зміни до статуту і задекларувати можливість виплати дивідендів, якщо така не була передбачена при заснуванні КФ? За загальним правилом, інвестори наділені правом вносити зміни до статуту КФ відповідно до ч.5 ст.11 Закону України «Про ІСІ», але з урахуванням законодавчо встановлених обмежень. Як видається, одне з таких обмежень випливає з ч.1 Розділу IV Положення про порядок реєстрації проспекту емісії та випуску акцій корпоративного інвестиційного фонду, затв. рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20.06.2013 р. №1104¹, де зазначається, що емітент, в процесі внесення змін до проспекту емісії акцій КФ, не має права змінювати обсягу прав акціонерів (*учасників КФ – П.І.*) за акціями. На підставі аналізу цієї норми можна зробити висновок про заборону внесення змін до статуту закритого КФ щодо закріплення можливості виплати дивідендів. Адже, такі зміни матимуть наслідком збільшення обсягу прав інвесторів, тобто зміну обсягу прав за акціями КФ.

Практика вибору системи розподілу доходу фонду на етапі його створення є характерною також для законодавства країн ЄС та зумовлює поділ акцій, емітованих UCITS корпоративного типу, на два види: акції «з доходом», які передбачають виплати їх власникам та акумулятивні акції, які «утримують» весь дохід, що відповідно, має наслідком зростання вартості такого цінного паперу.

У разі оголошення підписки на акції «з доходом» «...право на дивіденди (виплати) виникає на дату укладення контракту фонду, а покупець наділяється правом одержувати виплати чи дивіденди після цієї дати»². З наведеного випливає, що для низки юрисдикцій притаманним є підхід за якого право на дивіденди виникає в інвестора із самого факту його власності на акцію і, як правило, не залежить від настання жодних інших юридичних фактів. Для прикладу, серед переліку виключних повноважень загальних зборів інвестиційних фондів країни походження Латвії, закріпленого у ст.27 Закону Латвії «Про інвестиційні управлінські компанії» від 18 березня 2004 року³, не має повноважень на прийняття рішення про виплату дивідендів. Тоді як нормою п.31 цієї ж статті загальні збори інвесторів уповноважені приймати рішення про заборону управлінській компанії здійснювати виплати дивідендів інвесторам, права на отримання яких вони набули зі вступом у фонд.

У порівнянні задекларована вітчизняним законодавцем модель права інвестора КФ закритого типу на отримання дивідендів є більш складною. Для проголошення інвестором вимоги щодо виплати дивідендів повинен настати складний юридичний склад, який містить три юридичні факти: 1) закріплення можливості виплати дивідендів у статуті фонду; 2) прийняття загальними зборами рішення про виплату дивідендів. Якщо питання виплати дивідендів не було предметом розгляду на засіданні загальних зборів і позитивне рішення по ньому не приймалося – КФ не вправі розподіляти прибуток між інвесторами у вигляді дивідендів. Проте з моменту прийняття такого рішення, право інвестора на отримання дивідендів набуває зобов'язального характеру, у результаті

¹ Рішення про затвердження Положення про порядок реєстрації проспекту емісії та випуску акцій корпоративного інвестиційного фонду 2013 (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку). *Офіційний вісник України*, 66, 2419.

² Giles, M., Alexeeva, E., Buxton, S. (2003). *Managing Collective Investment Funds. Second Edition*. Hardcover, 193.

³ Law on Investment Management Companies 2004 (Latvia). <[http://www.intax-info.com/pdf/law_by_country/Latvia/Law%20on%20Investment%20Management%20Companies%20\(en\).pdf](http://www.intax-info.com/pdf/law_by_country/Latvia/Law%20on%20Investment%20Management%20Companies%20(en).pdf)> (2004, Березень, 18).

чого інвестор наділяється статусом кредитора, а фонд – боржника; 3) внесення особи до переліку осіб, які мають право на отримання дивідендів.

Отже, як елемент акціонерних правовідносин спільного інвестування, право на отримання дивідендів виникає в інвестора у момент набуття останнім на праві власності акції КФ. При цьому це право повинно бути втілене у реквізитах цінного паперу за фактом прийняття та відображення у тексті статуту емітента з дотриманням встановленого законодавством порядку рішення при можливості виплати дивідендів. Реалізація ж інвестором права на дивіденди ґрунтується на здійсненні правомочності – права вимагати виплати дивідендів, що має зобов'язальний характер та виникає у результаті прийняття загальними зборами відповідного рішення про виплату дивідендів.

Питання про те, що потрібно розуміти під «дивідендами» на ринку спільного інвестування, як і питання регламентації механізму їх виплати, залишено поза увагою законодавця при прийнятті нового Закону України «Про ІСІ». Це стало кроком «назад» у напрямку правового регулювання відносин спільного інвестування. Адже, якщо раніше при нарахуванні та сплаті дивідендів інвесторам ІСІ застосовувалися норми Закону України «Про акціонерні товариства» № 514-VI від 17.09.2008 р.¹ (далі – Закон України «Про АТ»), то станом на сьогодні цей сегмент ринку спільного інвестування практично не регламентується.

Вже однією з першочергових проблем механізму реалізації права інвесторів на отримання дивідендів є визначення бази їх нарахування. З податкової точки зору дивіденд – «це платіж, що здійснюється юридичною особою – емітентом корпоративних прав, інвестиційних сертифікатів... на користь власника таких корпоративних прав, інвестиційних сертифікатів... у зв'язку з розподілом частини його прибутку, розрахованого за правилами бухгалтерського обліку» (п.14.1.49 Податкового кодексу України²). За визначенням, закріпленим у нормі п.4 Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 15 «Дохід», затв. наказом Міністерства фінансів України від 29.11.1999 р. №290³ дивіденди – це частина чистого прибутку, розподілена між учасниками (власниками) відповідно до частки їх участі у власному капіталі підприємства. З наведеного вбачаємо можливість виплати дивідендів за умови отримання підприємством чистого прибутку.

Водночас чистий прибуток не є єдиним джерелом виплати дивідендів. Товариство може виплачувати дивіденди також за рахунок нерозподіленого прибутку, резервного капіталу або спеціального фонду. Свідченням цьому є норма ч.2 ст.30 Закону України «Про АТ». Однак, названі джерела виплати дивідендів не можуть бути прийнятними для КФ у повному обсязі, оскільки останньому заборонено створювати будь-які спеціальні або резервні фонди відповідно до вимог п.5 ч.3 ст.14 Закону України «Про ІСІ». Натомість про заборону формування фонду виплати дивідендів за акціями КФ за рахунок нерозподіленого доходу в Законі не йдеться. Це дає нам можливість зробити висновок про те, що дивіденди учасникам КФ можна виплачувати і з чистого прибутку поточного звітного періоду, і з чистого прибутку минулих періодів, який залишився нерозподіленим.

Не менш важливою складовою дивідендної політики будь-якого товариства є вибір взаємоприйнятної для заінтересованих осіб форми виплати дивідендів. Якщо в Законі України «Про АТ» це питання отримало категоричне вирішення через вказівку на виплату дивідендів виключно грошовими коштами (ч.1 ст.30), то в Законі України «Про ІСІ» про нього не згадується.

На європейському ринку функціонування UCITS окрім виплати дивідендів у традиційній грошовій формі практикується і негрошова – у вигляді набуття інвесторами корпоративних прав через підписку на додаткові акції. Така форма отримання виплат іменується у науковій літературі «підписним дивідендом» і характеризується подвійним правовим результатом. З однієї сторони – забезпечує здійснення виплат «за цінним папером», з іншої – виконує функцію реінвестування доходу фонду.

Виплата дивідендів у формі, відмінній від грошової, декларується також у нормах вітчизняного законодавства, зокрема в абз.6 п.57.1¹.2 ч.57.1¹ ст.57 ПК України. Таким чином, за відсутності спеціального законодавчого регулювання, вибір форми виплати дивідендів за цінними паперами ІСІ належить до сфери розсуду уповноважених суб'єктів ІСІ.

На нашу думку, виплата дивідендів у грошовій формі служить для учасників ринку

¹ Закон про акціонерні товариства 2008 (Верховна Рада України). *Відомості Верховної Ради України*, 50, 2432.

² Податковий кодекс 2010 (Верховна Рада України). *Відомості Верховної Ради України*, 13-14, 15-16, 17, 112.

³ Наказ про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 15 «Дохід» 1999 (Міністерство фінансів України). *Офіційний вісник України*, 50, 442.

інвестування більш надійним індикатором примноження та повернення дохідності, ніж виплата дивідендів у вигляді набуття додаткових цінних паперів спільного інвестування. Адже, у першому випадку, грошовий приріст від володіння цінними паперами виводиться з активів ІСІ і становить собою реально отриманий інвестором капітал, тоді як у другому випадку – збільшення майнової частки інвестора характеризується зростаючим коефіцієнтом ризику спільного інвестування, а, отже, потенційно «важчими» матеріальними втратами у разі несприятливого інвестиційного клімату.

На підставі системного аналізу вітчизняного законодавства, констатуємо відсутність вимог щодо періодичності та граничних строків виплати дивідендів інвесторам КФ, оскільки рішення з цього питання віднесено до компетенції наглядової ради КФ. Аналогічною (в аспекті відсутності вимог) є ситуація з виплатою дивідендів учасникам ще одного різновиду ІСІ – пайового фонду (далі – ПФ) закритого типу. Законодавець лише декларує, що порядок виплати дивідендів за інвестиційними сертифікатами визначається регламентом фонду, однак не дає вказівки щодо суб'єкта, уповноваженого на його розробку, а, отже, на вирішення процедурних питань виплати доходів за цінними паперами ПФ. Вважаємо, що оскільки, на етапі створення ПФ, окрім компанії з управління активами (далі – КУА), не задіяні інші суб'єкти, то, власне, саме компанія і вирішує питання доцільності, періодичності, строків тощо виплати дивідендів інвесторам ПФ.

На нашу думку, законодавчий акцент на винятково локальне регулювання відносин з виплати дивідендів не сприяє захисту прав інвесторів на належне отримання доходів за цінними паперами ІСІ. Професійні управителі ПФ фактично не обмежені у власних дій та, як наслідок, можливостях маніпуляції правами клієнтів. Натомість, для позитивного функціонування ринку спільного інвестування важливо, аби свобода розсуду, якою наділяються компанії, реалізовувалася на законодавчо регламентованому правовому полі. Тому, необхідно аби вибір компаніями напрямів спрямування управлінської діяльності ІСІ обумовлювався системою координат дозволеної поведінки. Заданими осями такої системи повинні виступати потенційно можливі цілі розвитку інституту та права його учасників, як сторони, що традиційно займає позицію слабшого суб'єкта. Адже інвестори не мають можливості користуватись правами щодо участі в управлінні своїм майном, опосередкованого у структурі інвестиційних сертифікатів, але при цьому зобов'язані нести збитки від володіння такими цінними паперами.

Окрім КУА зловживати правами інвесторів на отримання дивідендів шляхом «затягування» прийняття рішення про строки їх виплати можуть також члени наглядової ради КФ. Аналіз законодавства свідчить про відсутність механізму протидії такій політиці наглядового органу, як і про відсутність заходів відповідальності у разі його функціонування всупереч прийнятим на себе зобов'язанням. Можна припустити, що відмова законодавця від декларування превентивних та наказових заходів у процесі діяльності наглядової ради обумовлюється особливим статусом цього органу. Маючи своїми членами інвесторів фонду, а, отже, характеризуючись єдино прикметною для всіх інвесторів метою, діяльність органу та його членів контекстуально не повинна суперечити загальним інтересам учасників інституту. Однак, такий підхід «грішить» своєю ідеальністю і не витримує критики пріоритетом особистого інтересу над інтересом загальним. Адже, загалом не виключає факту незацікавленості окремих членів органу в отриманні доходів за цінними паперами, наприклад, з огляду на їх незначний розмір порівняно з доходами інших інвесторів цього ж інституту.

У зв'язку з цим вбачаємо необхідність у закріпленні в Законі України «Про ІСІ» мінімальних гарантій забезпечення права інвесторів на отримання дивідендів через встановлення граничних строків виплати дивідендів учасникам ІСІ закритого типу з правом наглядової ради КФ або КУА ПФ їх корегування у бік зменшення. Таким граничним строк пропонуємо вважати строк тривалістю у три місяці, що обчислюється з дня прийняття загальними зборами інвесторів КФ рішення про виплату дивідендів або рішення КУА ПФ про досягнення коефіцієнта приросту активів фонду, допустимого для виплати дивідендів.

Висновки. Українська модель права на дивіденди за цінними паперами ІСІ обумовлюється компенсаційною природою участі інвестора у механізмі спільного інвестування. Натомість, європейські моделі права на дивіденди (виплати) визначають можливість інкорпорації цього права у зміст цінного паперу будь-якого UCITS незалежного від його типу чи виду.

Право на одержання дивідендів не є безумовним правом інвесторів КФ закритого типу. Його виникнення у межах конкретних правовідносин спільного інвестування ставиться у залежність від прийняття відповідного рішення засновниками КФ на етапі створення фонду.

Законодавча прогалина щодо регламентації механізму виплати дивідендів за цінними паперами ІСІ породжує низку запитань щодо остаточного алгоритму проведення операцій з виплати дивідендів і продукує передумови для зловживання та маніпулювання правами учасників ІСІ. З метою її усунення запропоновано низку рекомендацій, зокрема, щодо: визначення бази нарахування дивідендів; форми їх виплати; встановлення граничних строків виплати дивідендів тощо. Реалізація таких має стати основою для оптимізації вітчизняної моделі права на дивіденди за акціями КФ, підвищення її ефективності, надійності та зрозумілості для учасників ІСІ.

References

1. Giles, M., Alexeeva, E., Buxton, S. (2003). *Managing Collective Investment Funds. Second Edition*. Hardcover, 193, 264.
2. Law on Investment Management Companies 2004 (Latvia). <[http://www.intax-info.com/pdf/law_by_country/Latvia/Law%20on%20Investment%20Management%20Companies%20\(en\).pdf](http://www.intax-info.com/pdf/law_by_country/Latvia/Law%20on%20Investment%20Management%20Companies%20(en).pdf)> (2004, berezen', 18).
3. *Nakaz pro zatverdzhennya Polozhennya (standartu) bukhhalters'koho obliku 15 «Dokhid» 1999* (Ministerstvo finansiv Ukrainy). *Ofitsiyyny visnyk Ukrainy*, 50, 442.
4. *Podatkovyy kodeks 2010* (Verkhovna Rada Ukrainy). *Vidomosti Verkhovnoyi Rady Ukrainy*, 13-14, 15-16, 17, 112.
5. *Rishennya pro zatverdzhennya Polozhennya pro poryadok reyestratsiyi prospektu emisiyi ta vypusku aktsiy korporatyvnoho investytsiynoho fondu 2013* (Natsional'na komisiya z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku). *Ofitsiyyny visnyk Ukrainy*, 66, 2419.
6. *Zakon pro aktsionerni tovarystva 2008* (Verkhovna Rada Ukrainy). *Vidomosti Verkhovnoyi Rady Ukrainy*, 50, 2432.
7. *Zakon pro Instytutu Spil'noho investuvannya 2012* (Verkhovna Rada Ukrainy). *Vidomosti Verkhovnoyi Rady Ukrainy*, 29, 337.