

КОНВЕРТАЦІЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ: PRO ET CONTRA

УДК 374.4 (477)



І. Я. ОГНИСТА

аспірант, кафедра цивільного права та процесу юридичного факультету, Львівський національний університет імені Івана Франка (Науковий керівник професор О. С. Яворська)

У статті здійснено спробу розкрити актуальні питання реалізації інвесторами права на конвертацію цінних паперів інститутів спільного інвестування. Крізь призму аналізу українського й іноземного законодавства та низки доктринальних праць дотичної проблематики висвітлено позитивні та негативні сторони запровадження механізму конвертації на вітчизняному ринку спільного інвестування.

Досліджено окремі аспекти правової природи договору конвертації цінних паперів пайового фонду. Виявлено та проаналізовано особливості механізму реалізації права на конвертацію різними категоріями інвесторів залежно від виду та типу ІСІ, а також залежно від стадій його функціонування.

Ключові слова: *інститути спільного інвестування, цінні папери, конвертація, механізм конвертації, договір конвертації, права інвесторів.*



CONVERSION OF CO-INVESTMENT
SECURITIES: PRO ET CONTRA

Ognista I.

Received: 19 Mar 2015.

Постановка проблеми. Прийняття нової редакції Закону України «Про інститути спільного інвестування» від 5 липня 2012 р. (далі – Закон «Про ІСІ») ознаменувало «відродження» права інвесторів на конвертацію цінних паперів спільного інвестування, якого (*права*) учасники фондів були позбавлені Законом України «Про внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 18 грудня 2008 р. шляхом виключення з останнього норми ст. 45.

Сутність будь-якого права полягає не стільки у його формальному закріпленні законом, скільки у забезпеченні умов його реалізації, наданні суб'єкту відповідного права можливості втілення в життя певних правомочностей. Процес переходу закріплених у моделі правової норми соціальних благ у фактичну поведінку (здійснення суб'єктивних прав та юридичних обов'язків) називають у науковій літературі механізмом реалізації права. Від рівня розробки та дослідження елементів цього механізму залежить ступінь ефективності здійснення особою своїх прав, цінність одержуваних нею вихідних результатів.

Оскільки протягом тривалого часу законодавцем було відмовлено у закріпленні нормативної моделі права на конвертацію цінних паперів інститутів

спільного інвестування (далі – ІСІ), науковий та дослідний матеріал з цієї тематики є обмеженим. Дослідження окремих аспектів функціонування механізму конвертації цінних паперів інвестиційних фондів було здійснено зарубіжними науковцями (наприклад, Т. Оксюком, О. Зайцевим). Однак їх праці ґрунтуються на аналізі іноземної законодавчої та досвідної бази, а відтак, одержані ними наукові результати не можуть бути прийнятними для констатації правової природи конвертаційних процесів вітчизняного ринку спільного інвестування.

Особливої актуальності набуває необхідність комплексного аналізу права на конвертацію інвесторів пайових фондів (далі – ПФ). Адже якщо загальні теоретичні висновки дослідження акціонерних товариств (*у тому числі з питань процедури конвертації*) можуть бути перенесені на корпоративні фонди, внаслідок подібності їх організаційної структури, то ПФ є нетиповим для вітчизняного договірною права «утворенням». Процеси, які відбуваються за участі його «суб'єктів» є малодослідженими й потребують свого розвитку, зокрема, і з метою наближення українського законодавства до європейських стандартів цивілізованого функціонування ринку спільного інвестування.

Таким чином, автор ставить перед собою *завдання*: здійснити дослідження механізму конвертації цінних паперів ІСІ; проаналізувати національне законодавство з окресленої проблематики та у разі виявлення недоліків правового регулювання запропонувати рекомендації щодо їх усунення, використовуючи про цьому досвід європейської правової доктрини.

Теоретичну основу дослідження склали праці вітчизняних та зарубіжних вчених-правознавців: В. Заборовського, О. Зайцева, О. Клинової, Т. Оксюка та ін. Нормативну базу дослідження становить чинне законодавство України та

іноземних держав з питань регламентації відносин спільного інвестування.

Виклад основного матеріалу. Процедура конвертації на ринку спільного інвестування як вилучення з обігу цінних паперів одного ІСІ та обмін таких за ініціативою їх власника на цінні папери іншого ІСІ, за умови, що ці інститути перебувають в управлінні однієї компанії з управління активами (далі – КУА), не є нововведенням українського законодавця. Її аналоги передбачені положеннями ст. 153 Закону Естонії «Про інвестиційні фонди» № 611 від 22 квітня 2004 р., ст. 22 Закону Російської Федерації «Про інвестиційні фонди» № 156-ФЗ від 29 листопада 2001 р. Однак для більшості регуляторів іноземних підприємств колективного інвестування простежується загальна тенденція до відмови інвесторам у праві здійснити підписку на паї не у грошовій формі, а через обмін належних їм цінних паперів. Як правило, механізм конвертації (обміну) застосовується у випадках реорганізації фондів (п. 10 ст. 34 Закону Латвії «Про інвестиційні компанії» від 18 березня 2004 р.), їх об'єднання (п. 7, 7.5 ст. 34¹ цього ж Закону; ст.ст. 73¹, 75¹ Закону Люксембургу «Про структури організацій колективного інвестування» від 17 грудня 2010 р.) або перетворення таких у суб- чи підфонди, які підконтрольні «парасольковому» фонду (п. 2.4 ст. 71² згаданого Закону Латвії) і не є допустимим на етапі випуску (розміщення) цінних паперів.

Повернення в Україні до витоків правового регулювання процедури конвертації цінних паперів ІСІ набуло неоднозначного сприйняття.

Причиною цьому стало підвищення небезпеки зловживань КУА правами інвесторів. За висновками експертів, остання з метою запобігання відтоку інвестицій «...через можливі маніпулювання з вартістю цінних паперів певного

ІСІ буде стимулювати інвесторів ініціювати конвертацію їх цінних паперів».

Погоджуємося, що механізм конвертації певною мірою сприяє «збереженню» інвестора, а, отже, є об'єктом посиленої зацікавленості управителів ІСІ, у тому числі і як одного з можливих заходів примноження капіталовкладень.

У той же час звертаємо увагу, що запровадження цього механізму не має наслідком цілковите ігнорування інтересів учасників фондів. Навпаки, в організаційній структурі його побудови вбачаємо передумови поширення актуальності конвертаційних процесів серед суб'єктів, що спрямовані на довгострокові інвестиції.

Так, інвестор, який бажає і надалі буди учасником спільних інвестиційних процесів, але у зв'язку зі зміною кон'юнктури фондового ринку чи з інших причин зацікавлений у відмінній інвестиційній стратегії, має право укласти договір міні з учасником іншого ІСІ або стати інвестором такого інституту через реалізацію процедури купівлі-продажу цінних паперів. Подібна стратегія є затратною для інвестора як по часових показниках, так і з урахуванням обсягу труднощів на оформлення відповідної документації. Мінімізувати цю непотрібну для нього «активність» покликана законодавча процедура конвертації цінних паперів ІСІ, у процесі здійснення якої інвестор отримує на додаток ще й можливість уникнути трансакційних витрат за «вхід» та «вихід» з фонду.

Не менш важливою законодавчою гарантією для інвесторів-фізичних осіб є положення, згідно з якими операції з конвертації цінних паперів, у випадку дотримання певних умов, не підлягають оподаткуванню податком на доходи фізичних осіб. Так, відповідно до п. 165.1.50 ст. 165 Податкового кодексу України (далі – ПК України) до загального місячного

(річного) оподаткованого доходу платника податку – фізичної особи – не включаються доходи від операцій з конвертації цінних паперів у разі:

- якщо їх обмін здійснюється за звичайними цінами або за вартістю чистих активів у розрахунку на один цінний папір;
- якщо такий обмін не призводить до відчуження інвестицій та проводиться з цінними паперами ІСІ, що перебувають у управлінні однієї КУА.

Норма такого змісту появилась у ПК України у результаті прийняття Закону України «Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких законодавчих актів України (щодо удосконалення деяких норм Податкового кодексу України)» від 7 липня 2011 р. До вказаної дати оподаткування операцій фізичних осіб з цінними паперами при їх викупі та конвертації податковим законодавством прямо не врегульовувалось, що викликало труднощі на практиці.

Між тим, не можна однозначно ствердити, що процитований підпункт зняв усі питання, пов'язані з аналізованими операціями. Їх частина досі залишається невирішеною:

по-перше, умова про те, що конвертація (обмін) цінних паперів повинна бути здійснена за «звичайними цінами» навряд чи може бути верифікована контролюючим органом на практиці, адже методи розрахунку звичайних цін (окрім як для контрольованих операцій) досі немає,

по-друге, незрозумілим є спосіб визначення податкових витрат для цілей розрахунку інвестиційного прибутку інвестора – фізичної особи. У абз. 1 п. 170.2.2 ст. 170 ПК України зазначається, що інвестиційний прибуток розраховується як позитивна різниця між доходом, отриманим платником податку від продажу окремого інвестиційного активу, та його

вартістю, що визначається із суми витрат на придбання такого активу. При цьому до продажу інвестиційного активу прирівнюються також операції з обміну інвестиційного активу на інший інвестиційний актив (абз. 5 цього ж підпункту). Отож, виходячи із буквального розуміння цитованих норм, при здійсненні операцій як з конвертації (обміну) цінних паперів, так і з продажу цінних паперів, інвестор повинен двічі здійснювати розрахунок інвестиційного прибутку.

Проте на практиці розрахунок інвестиційного прибутку здійснюється лише у випадку продажу інвестором інвестиційних сертифікатів, що є, на наш погляд, цілком логічним, якщо брати до уваги те, що при здійсненні конвертації (обміну) доходу у фізичної особи не виникає.

Змістова неузгодженість положень п. 170.2.2 ст. 170 та п. 165.1.50 ст. 165 ПК України може викликати різночитання на практиці із необґрунтованим застосуванням фінансових (штрафних) податкових санкцій до інвестора чи його податкового агента, а тому, на нашу думку, вказані приписи потребують удосконалення.

Крізь призму норм п. 11 ч. 1 ст. 1 Закону «Про ІСІ» щодо розкриття механізму конвертації як обміну на користь інвестора цінними паперами ІСІ, вбачаємо підхід законодавця щодо трактування останніх (*цінних паперів*) як предмета договору міни.

Формування правовідносин з обміну цінними паперами під час конвертації на основі договору міни заперечується Т. Оксюком на тій підставі, що управитель не одержує натомість нічого, оскільки відбувається погашення інвестиційних паїв пайового інвестиційного фонду, учасником якого інвестор є на момент подання заявки на обмін [6, 192].

Подібний висновок не справджується для процедури конвертації цінних паперів

вітчизняних ПФ, оскільки вилучені з обігу інвестиційні сертифікати не анулюються. Будучи «випкупленими на пайовий фонд», вони зараховуються на рахунок у цінних паперах, що відкритий КУА безпосередньо для цього інституту, та підлягають подальшому розміщенню за рішенням емітента.

Правовим результатом укладення договору конвертації є припинення для конкретного інвестора правовідносин з управління активами першого ПФ та приєднання цього ж інвестора до однойменного договору, що має своїм предметом управління активами іншого фонду.

З огляду на це законодавець не випадково обумовив можливість проведення конвертації цінних паперів ПФ відкритого та інтервального типу (*окрім випадків ліквідації*) фактом дотримання строків викупу інвестиційних сертифікатів таких фондів, підкресливши цим, що конвертація з одного боку розглядається ним як спосіб «виходу» інвестора з попередньо обраної схеми колективного інвестування, а з іншого – зарахування компанією належних інвестору коштів на рахунок нового ПФ засвідчує приєднання інвестора до договору управління активами цього фонду. Потрібно відзначити, що інвестиційні сертифікати, право власності на які набуває інвестор при конвертації повинні перебувати на стадії розміщення. Проведення обміну інвестиційних сертифікатів на цінні папери, що мають власників, не підпадає під визначення поняття конвертації, оскільки виключає такий правовий результат процедури як «вилучення з обігу цінних паперів одного ІСІ».

Принагідно, виникає запитання щодо можливості обміну інвестиційних сертифікатів на цінні папери фонду, який не досягнув нормативів своєї діяльності. Теоретичних підстав для відмови у здійсненні такої операції не вбачаємо, однак звертаємо увагу на певну неузгодженість

законодавчих положень, що можуть про-
дукувати сумніви у її легітимності.

Так, рішення щодо «відчуження» на користь інвестора цінних паперів відпо-
відного фонду під час конвертації при-
ймається управителем, який здійснює
управління активами обох інститутів, на
підставі поданої заявки на конвертацію.
Тоді як відповідно до ч. 2 ст. 57 Закону
«Про ІСІ»: «До дня отримання КУА
повідомлення Комісії про відповідність
ПФ вимогам щодо мінімального обсягу
активів ІСІ приймаються лише заявки на
придбання інвестиційних сертифікатів
ПФ». Логічно, що наведена норма пови-
нна бути витлумачена на встановлення
заборони інвесторам вимагати викупу
цінних паперів фонду на стадії його фор-
мування. Проте існує можливість додат-
кового розкриття змісту цієї норми в
напрямі декларування виключного юри-
дичного факту продажу інвестиційних
сертифікатів ПФ, який не досягнув нор-
мативів своєї діяльності, – подання заявки
на придбання. Відтак, подана інвесто-
ром заява на конвертацію буде вважатися
неналежною підставою для відчуження на
його користь інвестиційних сертифікатів
фонду, що формується.

У цьому ж контексті звертаємо увагу на
порівняння абз. 2 ч. 5 ст. 55 та абз. 4 ч. 1
ст. 60 Закону «Про ІСІ». Розміщення
інвестиційних сертифікатів у період
строку формування ПФ здійснюється
за ціною, що визначається виходячи з їх
номінальної вартості, тоді як під час про-
ведення конвертації до уваги береться
винятково розрахункова вартість як
результат ділення загальної вартості чистих
активів інституту на кількість його
цінних паперів, що перебувають в обігу на
день подання заявки на конвертацію.

За загальним правилом, товари, що є
предметом договору міни, повинні бути
рівноцінними. В іншому випадку, дого-
вором може бути встановлена доплата за

товар більшої вартості, що обмінюється на
товар меншої вартості.

Крізь призму ч. 2 ст. 60 Закону «Про
ІСІ» інвестор не може набути внаслідок
конвертації цінні папери ПФ, загальною
вартістю меншою ніж загальна вартість
цінних паперів фонду, які вилучаються з
обігу. Так, у процесі конвертації відбува-
ється виділ належної інвестору за інвести-
ційним сертифікатом частки у праві
власності на спільне майно (ПФ) шля-
хом її трансформування у грошові кошти.
Ці грошові кошти у повному обсязі пере-
раховуються на рахунок, відкритий КУА
для іншого фонду, де вони змішуються з
інвестиціями учасників такого та зміню-
ють свій правовий режим. Відповідно,
«реальна» частка інвестора знову набуває
«ідеального» характеру та посвідчується
інвестиційним сертифікатом.

Вважаємо, що оскільки чинне законо-
давство не допускає існування дробових
інвестиційних сертифікатів, то у випадку
недостатності перерахованих у процесі
конвертації коштів для видачі інвестору
цілого числа цінних паперів, останньому
надана можливість здійснити доплату в
сумі різниці між загальною вартістю цін-
них паперів, що набуваються, та загальною
вартістю цінних паперів, що вилучаються
з обігу.

Жодні інші підстави, як-от бажання
інвестора збільшити свою величину у
загальній масі ПФ, не можуть порушу-
вати принципу рівноцінності і відповідно
«виправдовувати» додаткове самостійне
внесення інвестором грошових коштів за
договором конвертації. За наявності поді-
бної ситуації дії сторін потрібно квалі-
фікувати як укладення ними договору
купівлі-продажу цінних паперів з відповід-
ними правовими наслідками такої угоди.

Не всі інвестори ІСІ є суб'єктами права
на конвертацію; для низки з них мож-
ливість його реалізації є обмеженою або

зумовлюється обставинами виняткового характеру. Зокрема, положеннями ч. 3 ст. 60 Закону «Про ІСІ» встановлено заборону участі у конвертації для венчурних фондів. Інвестори ІСІ закритого типу можуть вимагати обміну належних їм цінних паперів у випадку ліквідації фонду або у разі продовження строку його діяльності (для строкового ІСІ).

На противагу цьому інвестори договірних фондів закритого типу країни походження Естонії, Російської Федерації не наділені правом на обмін належних їм цінних паперів, та й загалом паї фондів цього типу не можуть бути предметом конвертації також і для учасників відкритих та інтервальних інститутів.

У задоволенні заяви на конвертацію заявнику повинно бути відмовлено, якщо її проведення не передбачене проспектами емісії цінних паперів обох ІСІ та/або коли кількість цінних паперів фонду, на які ініціюється здійснення обміну, є недостатньою для задоволення заяви.

На додаткових умовах механізму конвертації наголошує О. Слободян, на думку якого, важливо, щоб ПФ, цінні папери яких обмінюються, були одного виду і типу, оскільки однотипні ІСІ надають власникам цінних паперів однаковий обсяг прав [4].

Про існування подібних умов конвертації у Законі не згадується, окрім заборони конвертації цінних паперів ІСІ у цінні папери венчурних ІСІ. Відсутність таких простежується і за результатами огляду адресованих компаніями за посередництвом власних веб-сайтів пропозицій інвесторам фондів, активи яких перебувають у їхньому управлінні.

Вважаємо, що мотивом ініціювання інвестором конвертації є його бажання швидко та легко змінити інвестиційну стратегію. Загалом, за своїм правовим результатом, такий крок інвестора суттєво

не відрізняється від «виходу» останнього з одного фонду та набуття ним участі в іншому через реалізацію процедури звичайної купівлі-продажу цінних паперів. Зокрема, в обох випадках право вибору реципієнта інвестицій належить до сфери повного відання інвестора, а тому саме він повинен бути відповідальним за обсяг тих прав і обов'язків, що набуваються ним у результаті зміни схеми колективного інвестування.

До того ж, як свідчить практика, у період, коли більшість фондів формально відрізнялися один від одного внаслідок того, що інвестували за стратегією диверсифікованих ІСІ, зацікавленості інвесторів у переведенні коштів з одного фонду в інший не було. Протилежна тенденція розгорнулася при формуванні спеціалізованих та кваліфікаційних ІСІ, які, як правило, характеризуються привабливою для інвесторів дохідністю, а відтак, і підвищеними ризиками. Саме тому інвесторам і повинна бути забезпечена можливість маневрувати між різними видами ІСІ з метою запобігання виникненню негативних для них майнових наслідків.

Подібний підхід до висловленої нами позиції вбачаємо у ч. 1 ст. 153 Закону Естонії «Про інвестиційні фонди», згідно з якою інвестор договірного фонду вправі обмінювати належні йому паї одного виду на паї іншого виду цього самого фонду, що різняться між собою за змістом та обсягом повідчуваних прав.

Таким чином, встановлення меж конвертації за видами і типами ІСІ не можемо вважати доцільним, хоча б з урахуванням того факту, що у разі обмеження обміну інвестори матимуть змогу досягнути бажаних для них результатів через купівлю-продаж цінних паперів.

Отже, підсумовуючи результати проведеного аналізу, констатуємо залежність вектора розвитку наслідків законодавчого

кроку із запровадження механізму конвертації від ступеня забезпечення й захисту прав інвесторів ІСІ. Обґрунтованість, зрозумілість та орієнтація на інвестора у системі правового регулювання функціонування механізму конвертації дозволить досягнути позитивних правових результатів відновлення права на конвертацію: продовження інвестором участі на ринку спільного інвестування, а отже, збереження грошових коштів у цінних паперах. За умови протилежної тенденції вбачаємо

загрозу у перетворенні процедури конвертації в засіб маніпулювання цінними паперами спільного інвестування. Вибір такого напрямку розвитку є передумовою утвердження політики відмови інвесторів від реалізації права на конвертацію. А це, своєю чергою, спроектує пасивність конвертаційних процесів і, як наслідок, поступове «відмирання» процедури конвертації вітчизняного ринку спільного інвестування.

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ:

1. *Investment Funds Act* / Passed 14.04.2004; RT I 2004, 36, 251; Entry into force 01.05.2004 (as of January 1, 2014). Estonia. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.riigiteataja.ee/akt/112072013005>
2. *Latvia Law on Investment Management Companies of 18 March 2004* [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [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)
3. *Luxembourg Law of 17 December 2010 on Undertakings for Collective Investment (coordinated version of 15 July 2013)* [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.arendt.com/publications/documents/lawsregulations/loi%20орс%2017%20december%202010%20english%20version.pdf>
4. *Коментар до Закону України «Про інститути спільного інвестування»* [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://salex-lcc.com.ua/info/17-k2/96-komentar-do-zakonu-ukrainy-pro-instituty-spilnoho-investuvannia.html>
5. *Об инвестиционных фондах: Федеральный закон Российской Федерации от 29.11.2001 N 156-ФЗ* [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_157068/
6. *Оксюк Т. Т.* Гражданско-правовое регулирование доверительного управления паевыми инвестиционными фондами : дис. канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 / Т. Т. Оксюк. – М., 2005. – 212 с.
7. *Про інститути спільного інвестування: Закон України від 5 липня 2012 року № 5080-VI (з наступними змінами і доповненнями) / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради України.* – 2013. – № 29. – Ст. 337.

Стаття надійшла до редакції: 19.03.2015.

Рекомендовано кафедрою цивільного, господарського права та процесу

CONVERSION OF CO-INVESTMENT SECURITIES: PRO ET CONTRA"

Ognista I.

Abstract: In the article the author attempts to analyze the topical issues concerning the process of conversion of the securities within collective investment institutions. Some positive and negative aspects of the introduction of the mechanism of conversion in the domestic market are being analyzed from the point of analysis of Ukrainian and foreign legislation and a number of scientific researches. The legal nature of the procedure of conversion of securities within mutual funds is being studied. The author concludes that the legal result of conversion is termination of legal relationship with one mutual fund and becoming the part of asset management agreement of the other. The features of the mechanism of the right to convert the various categories of securities (depending on the types of common funds, and on the stages of their functioning) are being identified and analyzed.

Keywords: joint investment institutions (mutual funds), securities, conversion, conversion mechanism, the conversion contract, rights of investors.



КОНВЕРТАЦИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ СОВМЕСТНОГО
ИНВЕСТИРОВАНИЯ: PRO ET CONTRA

Огниста И. Я.

Резюме: В статье сделана попытка раскрыть актуальные вопросы реализации инвесторами права на конвертацию ценных бумаг институтов совместного инвестирования. Сквозь призму анализа украинского и иностранного законодательства и ряда доктринальных трудов анализируемой проблематики освещены положительные и отрицательные стороны введения механизма конвертации на отечественном рынке совместного инвестирования. Исследованы отдельные аспекты правовой природы договора конвертации ценных бумаг паевого фонда. Установлено, что правовым результатом его заключения является прекращение для конкретного инвестора правоотношений по управлению активами первого ПФ и присоединения этого же инвестора к одноименному договору, который имеет своим предметом управления активы другого фонда. Выявлены и проанализированы особенности механизма реализации права на конвертацию различными категориями инвесторов в зависимости от вида и типа ИСИ, а также в зависимости от стадий его функционирования.

Ключевые слова: институты совместного инвестирования, ценные бумаги, конвертация, механизм конвертации, договор конвертации, права инвесторов.