

Правове регулювання

посередницької діяльності на ринку цінних паперів



В. В. Резнікова

кандидат юридичних наук, доцент кафедри трудового, земельного та господарського права Хмельницького університету управління та права

Статтю присвячено особливостям здійснення посередницької діяльності на ринку цінних паперів. Досліджено поняття, види, а також вимоги до професійних посередників на ринку цінних паперів. Проаналізовано види фінансового посередництва.

Ключові слова: ринок цінних паперів, фінансове посередництво, посередницька діяльність, фінансовий посередник.

Статья посвящена особенностям осуществления посреднической деятельности на рынке ценных бумаг. Исследованы понятие, виды, а также требования к профессиональным посредникам на рынке ценных бумаг. Проанализированы виды финансового посредничества.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, финансовое посредничество, посредническая деятельность, финансовый посредник.

This article is dedicated to specialties of realization of mediation activity in stock market. Notion, kinds and requirements to professional mediators in stock market are determined. Kinds of financial mediation in stock market are analyzed.

Keywords: stock market, financial mediation, mediation activity, financial mediator.

Частиною фінансової системи є ринок цінних паперів (далі – ЦП), куди банківські установи, держава й інші суб'єкти господарювання вкладають свій капітал. Ринок ЦП є альтернативним джерелом залучення фінансових ресурсів. Ефективне функціонування фондового ринку в розвинутих країнах забезпечує ефективне використання вільних фінансових ресурсів і стійкі темпи зростання економіки цих держав. Капітал – це «кров» сучасного суспільства (так само як кров, він не має застоюватися). Приплив капіталу до одних галузей та його відтік з інших дозволяє економіці розвиватися у найбільш доцільному напрямку. Що у розвиненому суспільстві асоціюється з капіталом? Звичайно ж, ЦП. З їх допомогою відбувається своєрідна міграція капіталів, яку неможливо уявити без посередників [1, с. 129]. Основними завданнями ринку ЦП є становлення, закріплення відносин власності, а основними діючими особами цього ринку – фінансові посередники.

Аналіз чинної нормативно-правової бази, літературних джерел свідчить, що певні проблеми правового забезпечення ефективного господарювання фінансових посередників на ринку ЦП вже розглядаються в правовій та організаційній площинах, але лише окремі її питання висвітлювались у монографіях, наукових збірниках і навчальних посібниках, наприклад, у роботах Н. С. Кузнецової, І. Р. Назарчука, А. В. Попової, А. В. Панової та ін.

Необхідність поглибленого дослідження зазначеної тематики назріла, з одного боку, з огляду на потреби подальшого розвитку інституту фінансового посередництва на фондовому ринку України, а з другого – для зміцнення правових засад діяльності фінансових посередників на ринку ЦП. Окрім того, має місце факт недостатнього наукового розроблення правових засад врегулювання посередницької діяльності на ринку

ЦП в сфері господарювання України, оскільки фрагментарне висвітлення відповідних питань (переважно юристами, економістами, фінансистами) не забезпечує вирішення питання щодо вдосконалення регулювання діяльності фінансових посередників на фондовому ринку.

Метою дослідження в цьому аспекті є правове забезпечення діяльності фінансових посередників на ринку ЦП.

Фінансові посередники, взаємодіючи на ринку ЦП із іншими суб'єктами господарювання, населенням та між собою, відіграють важливу роль у переміщенні коштів у рамках фінансової системи. Їх роль – акумулювання невеликих, часто короткострокових заощаджень багатьох дрібних інвесторів, а також подальше довгострокове інвестування закумуляованих фінансових ресурсів. Фінансові посередники на ринку ЦП опосередковують пропозицію фінансових ресурсів з боку первинних донорів (інвесторів) та пропозицію фінансових активів, здебільшого виражених у формі ЦП, з боку реципієнтів (емітентів ЦП). Фінансові посередники є невід'ємними суб'єктами ринку ЦП. Фінансові посередники – суб'єкти господарювання, які опосередковують зустрічний рух коштів та фінансових інструментів як на первинному, так і на вторинному ринках. На первинному ринку продавцем може виступати особа, яка випускає ЦП (емітент), покупцем їх є споживач – інвестор. На вторинному ринку інвестори можуть продавати ЦП один одному. Як і на інших ринках, між виробником та споживачем є посередник, який може діяти як в інтересах покупця, так і в інтересах продавця. Фінансові посередники є активними (функціональними), професійними учасниками ринку ЦП. Можна виділити дві групи посередників на ринку ЦП (відмінність між ними полягає в особливостях їх участі в процесах первинного розміщення фінансових інструментів й у процесах розміщення цих інструментів від одного влас-

ника до іншого на вторинному ринку, – поділ на групи здійснюється з урахуванням особливостей участі посередників в операціях з ЦП на первинному та вторинному ринках). Першу групу становлять комісіонери (брокери), призначенням яких є чітке виконання доручень емітентів та інвесторів щодо розміщення, продажу чи придбання ЦП. Таке посередництво має характер технічного сприяння здійсненню операцій інвесторами (емітентами), що не виключає можливості впливу з боку комісіонера (брокера) на інвестора стосовно вибору того чи іншого ЦП для придбання чи продажу. Другу – становлять різноманітні (за характером діяльності, організаційною побудовою, особливостями правовідносин з клієнтами, іншими ознаками) посередницькі структури, які самостійно здійснюють придбання та продаж ЦП. А. В. Попова поділяє професійних учасників ринку ЦП за характером професійної діяльності на три категорії: 1) фінансові посередники на ринку ЦП (торговці ЦП (у т. ч. банки), компанії з управління активами, професійні адміністратори недержавних пенсійних фондів); 2) прямі учасники Національної депозитарної системи; 3) організатори торгівлі ЦП. Їх ознаки: вони є суб'єктами господарювання, створеними у встановленому законом порядку; здійснюють певний вид (види) професійної діяльності на ринку ЦП на підставі ліцензії ДКЦПФР; володіють спеціальною господарською правосуб'єктністю [2, с. 9-11]. Б. Б. Рубцов численних посередників, які господарюють на сучасному фондовому ринку, за критерієм виконуваних ними функцій поділяє на кілька груп: брокери, дилери, портфельні управителі, інвестиційні консультанти. Конкретні інституційні форми цих посередників різноманітні, проте їх можна поділити на дві групи: банки, небанківські установи. І ті, й інші можуть виконувати всі або частину посередницьких функцій з усіма або з певними інструментами фондового ринку [3, с. 117]. О. В. Кали-

на, В. В. Корнеєв, А. А. Кошечев зазначають, що фондовий ринок України, який складається з великої кількості суб'єктів, є багато в чому ще несталим, до кінця неформованим, має один елемент, котрий суттєво впливає на нестійкий характер взаємовідносин між його фінансових посередників. До останніх відносять: торговців ЦП, ІСІ, банки, довірчі товариства, фондові біржі, страхові компанії. Фінансового посередника автори визначають як суб'єкта господарювання, що здійснює перерозподіл фінансових ресурсів шляхом проведення операцій з ЦП. Посередники – це: 1) підприємства, що здійснюють посередницьку діяльність з випуску та обігу ЦП, виконуючи операції на фондовому ринку за дорученням і за рахунок своїх клієнтів (комісійна (брокерська) діяльність), за свій рахунок (комерційна (дилерська) діяльність) за дорученням емітента в процесі первинного розміщення ЦП і надання інших послуг за ЦП (інвестиційне консультування, управління портфелями ЦП, довірчі операції з ЦП, реєстраційні функції тощо), – ці підприємства повинні мати власний капітал відповідно до обсягів виконуваних ними операцій на фондовому ринку; 2) банківські установи, котрі разом з іншими фінансово-кредитними функціями можуть здійснювати посередницьку діяльність з випуску та обігу ЦП, виконуючи відповідні операції на фондовому ринку за власний рахунок, за дорученням і за рахунок своїх клієнтів, здійснюючи реєстраційні функції, довірчі операції з ЦП і надаючи позики, пов'язані з ЦП; 3) інвестиційні компанії, що виконують одночасно функції фінансового посередника на ринку ЦП та інвестора. Взаємні фонди інвестиційної компанії акумулюють засоби інвестора для спільного інвестування в ЦП, діючи за рахунок та в інтересах осіб, що є набувачами їхніх ЦП; інвестиційні компанії є для інвесторів інвестиційними менеджерами і консультантами, вони формують їхні активи в ЦП, організовують нарахування

і оплату доходів за ЦП [4, с. 12, 14]. З. Я. Лапішко на українському ринку ЦП розрізняє такі основні групи фінансових посередників: торговці ЦП (банки, інвестиційні компанії та «чисті торговці»), ІСІ (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), НПФ. Серед них найбільш активною групою є торговці ЦП і не менш важливою групою – інституційні інвестори. Вони повинні займатися акумуляцією коштів дрібних регіональних інвесторів. Завдяки достатньо високій дохідності та можливостям зниження ризиків за рахунок диверсифікації та використання професійного управління інвестиційними ресурсами індустрія спільного інвестування набуває все більш широкого розповсюдження у світі [5, с. 177-181]. І. В. Павлов, І. І. Пилипенко, І. В. Кривов'язук посередниками на фондовому ринку вважають [6, с. 209]: 1) підприємства, які спеціалізуються на роботі з ЦП, здійсненні посередницької діяльності з випуску та обігу ЦП, виконанні операцій на фондовому ринку за дорученням та за рахунок своїх клієнтів (брокерська діяльність), за власний рахунок (дилерська діяльність), за дорученням емітента в процесі первинного розміщення ЦП та наданні інших послуг щодо ЦП (інвестиційне консультування, управління портфелем ЦП, довірчі операції з ЦП, реєстраційні функції тощо). Ці підприємства зобов'язані мати власний капітал, адекватний обсягу їхніх операцій на фондовому ринку; 2) банківські установи, які поряд з іншими кредитно-фінансовими функціями можуть здійснювати посередництво з випуску та обігу ЦП, виконуючи операції на фондовому ринку за власний рахунок, за дорученням і за рахунок своїх клієнтів, виконуючи реєстраційні функції, довірчі операції з ЦП, надаючи позики, пов'язані з ЦП; 3) інвестиційні установи, які поєднують функції фінансового посередника на ринку ЦП та інституційного інвестора (інвестора, для якого інвестування в ЦП є основним джерелом доходів та невід'ємною частиною діяльності).

Відповідно до ч. 1 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р., професійною діяльністю на фондовому ринку є діяльність юридичних осіб з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу ЦП, обліку прав за ЦП, управління активами інституційних інвесторів, що відповідає вимогам, установленим до такої діяльності законодавством. Поєднання професійної діяльності на фондовому ринку з іншими видами професійної діяльності не допускається (крім деяких випадків, передбачених законом). Згідно з ч. 2 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р., на фондовому ринку можуть здійснюватися такі види професійної діяльності: 1) діяльність з торгівлі ЦП – нею займаються торговці ЦП або банки; 2) діяльність з управління активами інституційних інвесторів – її здійснюють компанії з управління активами; 3) депозитарна діяльність – її провадять зберігачі, реєстратори власників ЦП, Національний депозитарій та депозитарії; 4) діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку, яку здійснюють фондові біржі. За визначенням, що міститься у ч. 1 ст. 356 ГКУ, посередницькою діяльністю у сфері випуску та обігу ЦП є підприємницька діяльність суб'єктів господарювання (торговців ЦП), для яких операції з ЦП становлять виключний вид їх діяльності або яким така діяльність дозволена законом. Таким чином, найхарактернішим посередництвом (тобто діяльністю на підставі посередницьких договорів) на ринку ЦП займаються торговці ЦП та компанії з управління активами. Торговцем ЦП як суб'єктом господарювання є юридична особа, яка створюється у встановленому законом порядку у формі господарських товариств (у т. ч. АТ), здійснює діяльність з випуску та обігу ЦП на підставі ліцензії ДКЦПФР, володіє спеціальною господарською правосуб'єктністю. Компанія з управління активами як суб'єкт господарювання є юридичною особою, яка

створюється у встановленому законом порядку у формі господарського товариства, здійснює діяльність з управління активами на підставі ліцензії ДКЦПФР і володіє спеціальною господарською правосуб'єктністю. Для всіх видів відповідного професійного посередництва характерна необхідність ліцензування професійної діяльності на ринку ЦП, а також її виключність.

Діяльність з торгівлі ЦП складається з:

- 1) брокерської діяльності – укладення торговцем ЦП від свого імені або від імені іншої особи цивільно-правових договорів (комісії, доручення), що стосуються ЦП. Відповідно до ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» від 30.10.1996 р., брокерська діяльність – це укладення торговцем ЦП цивільно-правових договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо ЦП від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи. Щоб нею займатися, статутний капітал торговця ЦП повинен бути оплачений грошима у розмірі від 1 мільйона гривень. За надані брокерські послуги торговець ЦП отримує винагороду;
- 2) дилерської діяльності – укладення торговцем ЦП цивільно-правових договорів із ЦП від свого імені й за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом. Здійснюється за умови, що оплачений грошима статутний капітал торговця ЦП складає не менше ніж 500 тис. гривень. Інтерес торговця зрозумілий – заробити на різниці між купівельною та продажною ціною ЦП;
- 3) діяльності з управління ЦП – проводиться торговцем ЦП від свого імені за договором про управління ЦП і грошима, призначеними для інвестування у ЦП, а також одержаними у процесі управління ЦП, і грошима, що належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах зазначених ним третіх осіб. Відповідно до ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» від 30.10.1996 р., діяль-

ність з управління ЦП – це діяльність, яка проводиться торговцем ЦП від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому ЦП та грошовими коштами, призначеними для інвестування в ЦП, а також отриманими в процесі цього управління ЦП, та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб. Торговець ЦП повинен мати оплачений статутний капітал у грошовій формі не менше 7 млн грн. Договір укладається на визначений строк. У межах цього договору торговець ЦП (як управитель майна) проводить діяльність від свого імені, але в інтересах власника ЦП (як установника управління), а за це отримує винагороду. Договором може бути передбачено розподіл між сторонами прибутку, який торговець ЦП одержав від використання грошових коштів клієнта; 4) андеррайтингу – розміщення (підписка, продаж) ЦП торговцем за дорученням, від імені та за рахунок емітента (тут рівень статутного капіталу торговця ЦП також повинен бути не нижчим 7 млн грн). Така діяльність здійснюється в межах договорів на здійснення андеррайтингу та за винагороду. В світовій практиці виділяють: а) повністю гарантований андеррайтинг, коли торговець ЦП, який розміщує емісію, гарантує емітенту повний викуп емісії або тієї її частини, що залишиться нерозміщеною; б) частково гарантований андеррайтинг, коли гарантія викупу поширюється тільки на частину емісії, іншу ж частину торговець розміщує на відкритому ринку; в) андеррайтинг без гарантій, коли гарантій торговця ЦП немає, але він зобов'язується докласти максимальних зусиль до того, щоб розмістити емісію; г) «все або нічого», така форма розміщення передбачає відкликання випуску, якщо його не буде розміщено у повному обсязі. До професійної діяльності з торгівлі ЦП не відносяться: розміщення емітентом власних ЦП; викуп емітен-

том власних ЦП; проведення юридичними та фізичними особами – підприємцями розрахунків із використанням векселів та/або заставних; купівля-продаж (міна) юридичними особами ЦП на підставі договорів комісії або доручення через торговця ЦП, який має ліцензію на заняття брокерською діяльністю, а також на підставі договорів купівлі-продажу або міни, укладених безпосередньо з торговцем ЦП; внесення ЦП до статутного капіталу юридичних осіб. Без торговця ЦП можна обійтися в таких операціях, як: дарування або спадкування ЦП; операції, пов'язані з виконанням рішення суду; придбання акцій згідно із законодавством про приватизацію. У частині 6 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. передбачено, що договір доручення, договір комісії або договір про управління між торговцем ЦП та його клієнтом укладаються в письмовій формі. У цьому договорі визначаються права та обов'язки торговця ЦП стосовно його клієнта, умови укладення договорів щодо ЦП, порядок звітності торговця перед його клієнтом, порядок і умови виплати торговцю винагороди. Крім того: 1) торговець ЦП зобов'язаний виконувати доручення клієнтів за договорами доручення, договорами комісії або договорами про управління на найвигідніших для клієнта умовах; 2) доручення клієнтів виконуються торговцем в порядку їх надходження, якщо інше не передбачено договором або дорученням клієнтів; 3) якщо торговець разом з укладенням договорів за рахунок клієнтів (договори комісії, доручення, управління ЦП) укладає договори за власний рахунок (договір купівлі-продажу), пріоритетним є виконання договорів за рахунок клієнтів. Сума договору про управління ЦП з одним клієнтом – фізичною особою (підприємцем) повинна бути еквівалентна 100 мінімальним заробітним платам. А ось укласти такий договір із компанією з управління активами торговцю не можна (ч. 5 ст. 17 Закону Укра-

їни «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р).

Вимоги до професійних посередників на ринку ЦП такі. По-перше, це вимоги щодо розміру статутного капіталу. Торговець може проводити дилерську діяльність, якщо має сплачений грошовими коштами статутний капітал у розмірі не менш як 500 тис. грн, брокерську діяльність – не менш як 1 млн грн, андеррайтинг або діяльність з управління ЦП – не менше як 7 млн грн. У статутному капіталі торговця ЦП частка іншого торговця не може перевищувати 10 % (ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р.). По-друге, відповідно до ст. 9 Закону України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності», професійну діяльність на ринку ЦП включено до переліку тих видів діяльності, які підлягають ліцензуванню відповідно до спеціальних законів. Отже, посередницька діяльність на ринку ЦП підлягає ліцензуванню. Ліцензіат може проводити як будь-який окремий вид діяльності з торгівлі ЦП (зокрема, брокерську діяльність, андеррайтинг, діяльність з управління ЦП), так і одночасно кілька видів діяльності. По-третє, торговець ЦП може здійснювати професійну діяльність на фондовому ринку – діяльність з торгівлі ЦП відповідно до отриманої ліцензії лише за умови вступу щонайменше до однієї саморегульованої організації професійних учасників ринку ЦП. По-четверте, такого ліцензіата (крім банку) відповідно до Порядку формування та ведення державного реєстру фінансових установ, які надають фінансові послуги на ринку цінних паперів, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 14.07.2004 р., має бути включено до відповідного державного реєстру фінансових установ, що надають фінансові послуги на ринку ЦП. Торговець ЦП вважається фінансовою послугою (ст. 4 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 р.). І остан-

ня вимога. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. зобов'язує торговця ввести облік ЦП, грошових коштів окремо для кожного клієнта та окремо від ЦП, грошових коштів та майна, що перебувають у власності торговця ЦП (ч. 7 ст. 17). При цьому зазначено, що повинні бути виконані вимоги, встановлені ДКЦПФР за погодженням з МФУ, однак таких вимог поки що немає. Натомість чинними є Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затверджені рішенням ДКЦПФР від 12.12.2006 р. [503], згідно з якими ведення внутрішнього обліку забезпечується відповідною системою, до складу якої входять: а) журнал обліку реєстрації договорів (разових замовлень); б) реєстр внутрішнього обліку за договорами (разовими замовленнями), який повинен забезпечувати облік грошових коштів, ЦП та зобов'язань щодо торговця і кожного клієнта (контрагента) окремо у розрізі укладених та виконаних (невиконаних) договорів (разових замовлень).

Отже, для динамічного розвитку фондового ринку надзвичайно важливою є посередницька діяльність з ЦП з метою отримання прибутку. Прибутковість є конче необхідною для залучення на ринок ЦП додаткових фінансових ресурсів, а також для надання консультацій і здійснення досліджень щодо фінансів, покриття ризиків у процесі первинного розміщення та обігу ЦП. Діяльність посередників з випуску та обігу ЦП ліцензується відповідно до чинного законодавства. На сьогодні прийнято посередництвом на ринку ЦП вважати професійну діяльність з торгівлі ЦП. Цей підхід беззаперечно правильний з огляду на формальний зміст і економічну сутність такої діяльності. Однак не кожен вид торгівлі ЦП є посередництвом в суто правовому сенсі. Підхід, закріплений на сьогодні в Параграфі 3 «Посередництво у здійсненні операцій з цінни-

ми паперами. Фондова біржа» ГКУ, за якого до посередництва на ринку ЦП відносяться всі види торгівлі ЦП, видається виправданим лише з економічної точки зору і необґрунтовано розширеним з огляду на правову природу посередництва. Так, посередництвом (з суто правової точки зору) на ринку ЦП є діяльність з управління ЦП та брокерська діяльність. В цьому аспекті при безпосередньому здійсненні прав на ЦП складно відмежовувати довірче управління від брокерської діяльності, заснованої на комісійних засадах. Цим видам професійної діяльності властивий ряд спільних ознак: 1) комісіонер і довірчий управитель виступають від власного імені, але в інтересах довірителя; 2) суб'єктами брокерської діяльності й довірчого управління ЦП виступають спеціалізовані особи – торговці ЦП, які здійснюють її як виключний (або переважний) вид господарської діяльності; 3) як і будь-яка професійна діяльність на ринку ЦП, брокерська діяльність, довірче управління ЦП підлягають ліцензуванню. Наявність спільних ознак все ж не означає, що довірче управління є особливим різновидом брокерської та/або, за своєю природою, комісійної діяльності, оскільки між цими двома видами професійної діяльності на ринку ЦП є і суттєві відмінності. Кожному з цих видів діяльності притаманні свої специфічні ознаки, що дозволяють їх розмежовувати. На відміну від брокерської діяльності, яка полягає у виконанні разових замовлень клієнта з конкретними ЦП, довірче управління передбачає здійснення управителем комплексу послуг та операцій, необхідних для підтримання фіксованої дохідності (максимальної чи мінімальної) або встановлення певного «коридору» з одночасним підтриманням структури портфеля ЦП. Довірчий управитель здійснює свої обов'язки як інвестиційну політику, яка включає в себе акумулювання ЦП, їх вкладення у відповідні об'єкти інвестування, отримання доходів, облік результатів управління на користь ви-

годонабувача. У договорах довірчого управління ЦП повинно передбачатися право довірчого управителя діяти на власний розсуд, у т. ч. виконувати певні операції негайно чи відкладати її до виникнення більш сприятливої кон'юнктури на фондовому ринку. В деяких випадках і брокери можуть діяти із застереженням у біржовому наказі – «діяти на власний розсуд». На відміну від брокерської діяльності, для довірчого управління ЦП не характерне видання засновником довірчому управителю наказів на придбання чи відчуження ЦП, загальноприйнятих у відносинах між клієнтом і брокером. Брокери – це посередники, діяльність яких полягає у наданні послуг щодо укладання угод з ЦП за рахунок клієнтів. Брокери завжди діють на ринку ЦП, виражаючи волю та інтереси своїх клієнтів. За виконання доручених дій клієнти платять брокерам комісійну винагороду. Брокерсько-клієнтські відносини виникають на підставі угод і реалізуються шляхом виконання брокерами інструкцій інвесторів (клієнтів). Брокери можуть здійснювати свої посередницькі функції як на біржовому, так і на позабіржовому ринках ЦП. Вони відкривають та ведуть рахунки своїх клієнтів у депозитаріях та клірингово-розрахункових установах. Поряд з цими рахунками у брокера є свої власні депозитарні та розрахункові рахунки. Характерним для брокерської діяльності є те, що брокер вступає в посередницькі відносини з клієнтом тільки на період виконання його замовлення. Після виконання доручення клієнта господарсько-договірні посередницькі відносини у брокера з клієнтом припиняються. Найбільш складно відмежувати довірче управління від брокерської діяльності з правом використання грошових коштів клієнта. Брокерські компанії, що діють на підставі ліцензії на брокерську діяльність, не називаючи операції довірчими, по суті, здійснюють їх у рамках брокерського обслуговування. При цьому виді брокерської діяльності клієнт при-

ймає на себе зобов'язання щодо зберігання грошових коштів, призначених для інвестування в ЦП або отримані в результаті продажу ЦП, але на позабалансових рахунках брокера. Зберігання грошових коштів клієнта на позабалансових рахунках брокера передбачає процедуру відкриття клієнтом окремого рахунка на брокера і ведення брокером обліку грошових коштів клієнта на позабалансових рахунках або ж надання брокеру права і покладення на нього обов'язку із зберігання грошових коштів клієнта, в той час як за умовами договору комісії брокер був би зобов'язаний передати клієнту все отримане від виконання договору комісії відповідно до законодавства. Отже, поки законодавець прямо не заборонив зарахування грошових коштів клієнта на поточний рахунок брокера (як це встановлено для довірчого управління), право вибору ведення операцій залишається за учасниками цих правовідносин. Правова природа використання грошових коштів клієнта в доктрині пояснюється по-різному [8, с. 25-29]. Низка вчених вважає їх договором комісії з елементами позики. Поряд з оцінкою цих відносин як комплексу договорів комісії і позики, пропонується варіант конструювання особливого виду договору комісії, що передбачає «розщеплення» права власності на грошові кошти та їх результати. Приблизники цього варіанта не визнають довірчим управлінням комісійні відносини з правом використання грошових коштів клієнта. Разом з тим, економічна, юридична природа цих відносин є не чим іншим, як довірчим управлінням: володіння і користування брокером грошовими коштами через окремий рахунок виходить за межі здійснення угод на комісійних засадах, що трансформує комісійні відносини з цього моменту в площину відносин довірчого управління. Нерозробленість надійних юридичних механізмів контролю за добропорядністю комісіонера є надзвичайно ризикованим для клієнта, тому недоцільно

оформляти брокерські інвестиційні рахунки договорами комісії.

Посередники на ринку ЦП – це професійні суб'єкти господарювання, які мають відповідну ліцензію на здійснення одного, декількох або всіх видів посередницької діяльності та безпосередньо надають посередницькі послуги щодо ЦП. Однак правове розуміння посередницької діяльності на ринку ЦП необхідно відрізнити від економічного її розуміння. Так, діяльність довірчого товариства досить важко віднести до посередницької з суто юридичної точки зору (оскільки вона все ж більше тяжіє до комерційного представництва за своїми ознаками), але вона однозначно є такою за своїм характером та змістом в економічному контексті. Те ж саме можна зазначити про комерційні банки. Коли банк випускає ощадні сертифікати, з юридичної точки зору, він виступає як емітент, але за своєю економічною природою вказана операція є посередницькою, оскільки в такий спосіб банк мобілізує необхідні йому ресурси, а потім використовує їх з метою надання, наприклад, послуг з кредитування. У цьому випадку банк одержує кошти від одних учасників економічної взаємодії і надає їх у тимчасове користування іншим. З погляду економіки, всі торговці ЦП є посередниками. З суто ж правової точки зору, зважаючи на специфічні ознаки посередництва як виду господарської діяльності, дилерська діяльність є комерційною (торговельною) діяльністю за своєю природою, а андеррайтинг – комерційним представництвом щодо розміщення ЦП. Це вбачається з того, що: 1) дилери на ринку ЦП, аналогічно до товарного ринку, не надають ніяких послуг – здійснюють лише комерційну діяльність щодо придбання та продажу певних ЦП від свого імені та за власний рахунок; 2) щодо андеррайтерів, то вони надають комерційно-представницькі за своєю природою послуги щодо розміщення ЦП, які випускаються. Андеррайтинг – це розміщення (підписка, продаж) ЦП торгов-

цем ЦП за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Саме останні три ознаки («за дорученням, від імені та за рахунок емітента») й дають підстави співвідносити андеррайтинг з комерційним представництвом, а не посередництвом. Цей вид господарювання має свої особливості, оскільки андеррайтерські послуги надаються щодо ЦП, які випускаються у вільних обіг. Оплату послуг андеррайтерів здійснює емітент за рахунок різниці між емісійною ціною та номінальною вартістю ЦП. У випадках, які передбачені угодою про розміщення ЦП, яка укладається між емітентом та андеррайтером, останній зобов'язаний придбати ту частину випущених ЦП, які йому не вдалося розмістити (власне, у цьому і полягає комерційний ризик щодо здійснення андеррайтерської діяльності). Андеррайтер може розміщувати ЦП, що випускаються, серед інвесторів та/або дилерів. Отже, якщо брокер – це посередник на ринку ЦП як з економічної, так і з правової точки зору, то дилера слід розглядати як посередника на ринку ЦП лише з огляду на економічну сутність його діяльності. Так звані «дилерські послуги» – це систематична торговельна діяльність, головним змістом якої (на відміну від брокерських послуг) є купівля-продаж ЦП за власний рахунок. Джерелом доходу дилера є різниця між ціною продажу певного виду ЦП та ціною їх придбання. Дилери діють на ринку ЦП від свого імені, виражаючи власну волю та власні інтереси. При придбанні дилером ЦП до нього переходить право власності на ці ЦП; при продажу їх дилер поступається й правом власності на них. Дилер відкриває та веде свої власні рахунки в депозитарії і розрахунково-клірингових установах. Натомість брокерські послуги – це регулярна господарська діяльність, головним змістом якої є укладання угод в операціях з ЦП за рахунок клієнтів та в їхніх інтересах. Джерелом доходу брокера є комісійна оплата його послуг (це, як правило, певний відсоток від суми конт-

ракту). Брокери завжди діють на ринку ЦП як особи, що виражають бажання та інтереси своїх клієнтів. За виконання доручених операцій клієнти сплачують брокерам комісійні. При придбанні брокером ЦП право власності до нього не переходить; воно переходить до клієнта. Це ж стосується і права власності на грошові кошти, власником яких також залишається клієнт. Відносини між брокерами та клієнтами виникають на основі угод, в яких визначаються види послуг, що їх надає брокер, порядок повідомлення брокером свого клієнта про результати виконання (невиконання або відстрочення виконання) його замовлень, вартість послуг, порядок оплати тощо. Брокери можуть здійснювати посередництво як на біржовому, так і на позабіржовому ринках ЦП. На противагу висловленій точці зору, в окремих наукових джерелах висловлюється позиція, що і брокерська, і дилерська діяльність мають однакову природу, більше того – в сучасних умовах розвитку ринку ЦП відбувається процес інтеграції брокерської і дилерської діяльності в рамках одно-

го бізнесу, зокрема й через спільність регулятивних вимог до них: 1) наявність можливості в рамках одного суб'єкта господарювання суміщувати як брокерську, так і дилерську діяльність, а також можливість суміщувати вказані види діяльності з іншою професійною діяльністю на ринку ЦП; 2) єдині кваліфікаційні вимоги до суб'єктів фінансового ринку, що здійснюють брокерську та дилерську діяльність; 3) встановлення нормативів достатності власних грошових засобів для професійних учасників на ринку ЦП, а також наявність серйозних економічних факторів, що впливають на цей процес через спільність економічного змісту обох видів діяльності. Є. Б. Фіолетов, наприклад, вважає, що і брокерська, і дилерська діяльність є двома проявами одного виду діяльності (посередницької) [7, с. 10-11]. В кожному разі заведення ринку ЦП – забезпечити більш повне та швидке переливання капіталів за ціною, що влаштовує обидві сторони. Для цього й потрібні на ринку ЦП професійні посередники.

Література

1. Кушина О. Посередництво на ринку цінних паперів : Посередницькі операції. Ч. 3. Фінансове посередництво / О. Кушина // Зб. системат. законодавства. – 2007. – Вип. 4. – С. 129.
2. Попова А. В. Правове становище професійних учасників ринку цінних паперів в Україні : автореф. дис. канд. юрид. наук. : спец. 12.00.04 «Господарське право; господарсько-процесуальне право» / А. В. Попова. – К., 2006. – 20 с.
3. Рубцов Б. Б. Мировые рынки ценных бумаг / Б. Б. Рубцов. – М. : Изд-во «Экзамен», 2002. – 448 с.
4. Калина А. В. Рынок ценных бумаг [теория и практика] : учеб. пособ. / А. В. Калина, В. В. Корнеев, А. А. Кошечев. – К. : МАУП, 1999. – 256 с.
5. Лапішко З. Я. Розвиток інституту спільного посередництва як елемент становлення регіонального ринку цінних паперів в Україні / З. Я. Лапішко // Регіональна економіка. – 2007. – № 4. – С. 177-181.
6. Павлов І. В. Цінні папери в Україні : навч. посіб. / І. В. Павлов, І. І. Пилипенко, І. В. Кривов'язук. – К. : Кондор, 2004. – С. 209-289.
7. Фиолетов Е. Б. Развитие интеграционных процессов брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг : автореф. дисс. канд. экон. наук : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Е. Б. Фиолетов. – Москва, 2008. – 22 с.
8. Майданник В. Довірче управління цінними паперами: поняття і проблеми правозастосування / В. Майданник // Підприємництво, господарсько і право. – 2001. – № 2. – С. 25–29.