

СТАНОВЛЕННЯ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ МАРЖИНАЛЬНОЇ ТОРГІВЛІ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ В УКРАЇНІ

**Олександр
Слободян,**
Член комітету з
питань спільного
інвестування
Асоціації
«Фондове
Партнерство»

У статті автор визначає цивільно-правові засади маржинальних операцій на фондовому ринку, обґрунтовує доцільність впровадження маржинальної торгівлі цінними паперами, а також розглядає особливості маржинального договору.

Постановка проблеми. Об'єктивна реальність ставить перед законодавством комплекс задач щодо розробки нових правил гри для учасників фондового ринку та приведення правового поля до якісних стандартів. Сучасний після кризовий стан розвитку фондового ринку засвідчує необхідність впровадження нових фінансових послуг та інструментів, які спроможні вивести його на новий рівень розвитку. В сфері торгівлі цінними паперами цей процес супроводжується як появою нових технологій біржової торгівлі так і вдосконаленням правового регулювання існуючих. Так, у 2009 році ПАТ «Українська біржа» впровадило інтернет-трейдинг для фізичних осіб, у 2010 була запроваджена торгівля деривативами. Наступним етапом розвитку торгівлі цінними паперами може стати маржинальна торгівля, яка покликана збільшити обсяги операцій із цінними паперами, розширити можливості інвесторів та торговців та підвищити ефективність і ліквідність вторинного ринку цінних паперів. Її поява є потребою часу. Про інтерес до маржинальної торгівлі говорить той факт, що наразі за відсутності належного правового підґрунтя, торговці намагаються надавати клієнтам послуги з коротких продажів цінних паперів [1]. Для порівняння зазначимо, що в США та Західній Європі аналогічний інститут з'явився ще на початку ХХ століття.

Огляд досліджень і публікацій. Питання правового регулювання торгівлі цінними паперами розглядалися під

різними кутами зору в роботах О.М. Вінник, А.Т. Головка, В.І. Гостюка, О.В. Кологойди, Н.С. Кузнецової, В.К. Мамутова, О.І. Онуфрієнка, Ю.Є. Петруня, В.В. Посполітака, В.І. Полуховича, В.В. Резнікової, О.П. Рябченко. В силу новизни інституту маржинальної торгівлі цінними паперами у вітчизняній юридичній науці, в тому числі й цивілістичній, належної уваги їй не приділялось.

Метою дослідження є визначення теоретичних цивільно-правових засад маржинальної торгівлі та її нормативно-правового регулювання. Повноцінне становлення маржинальної торгівлі цінними паперами неможливе без формування правової бази та проведення цілеспрямованої, послідовної державної політики, основні положення якої повинні бути закріплені у нормативно-правових актах.

Основний матеріал. Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку провадиться торговцями цінними паперами - господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банками (ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.06. №3480-IV) [7]. Український законодавець виділяє чотири підвиди професійної діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерську, дилерську діяльність, андерайтинг та діяльність з управління цінними паперами.

Брокерська діяльність - укладення торговцем цінними паперами цивіль-

но-правових договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

Дилерська діяльність - укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом.

Андеррайтинг - розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента.

Діяльність з управління цінними паперами - діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб.

Крім того, торговці цінними паперами вправі поєднувати торгівлю цінними паперами з іншими супутніми видами діяльності. Так, відповідно до ч.2 ст.357 Господарського кодексу України 16.01.03. N436-IV[2] при здійсненні виключної діяльності по випуску та обігу цінних паперів торговці можуть здійснювати окремі види діяльності, пов'язані з обігом цінних паперів, зокрема діяльності по наданню консультацій власникам цінних паперів.

В літературі пропонується розв'язати ряд змістовних завдань при впровадженні маржинальної торгівлі цінними паперами та розробці нормативних правових актів [5, с. 45]:

- закріпити в українському законодавстві визначення маржинальної торгівлі;
- вирішити питання про нормативне визначення механізмів і процедур кредитування клієнтів брокерів коштами й цінними паперами;
- визначити перелік параметрів, що повинні встановлюватися регулятором ринку як нормативи, що регулюють маржинальну торгівлю, а також визначити їх оптимальні значення;

- встановити механізми контролю та моніторингу за операціями, що здійснюються з маржею;

- визначити порядок відображення маржинальних операцій у внутрішньому обліку брокерів, а також порядок звітності брокерів, що здійснюють такі операції;

- визначити вимоги до складу й змісту внутрішніх документів професійних учасників, які здійснюють маржинальні операції, у тому числі до документів, що встановлюють заходи для мінімізації ризиків при проведенні маржинальної торгівлі, до договорів із клієнтами, до декларації про ризики, пов'язані зі здійсненням операцій на ринку цінних паперів з використанням позикових коштів, тощо;

- з метою ведення обліку та переходу прав власності на цінні папери, що знаходяться в забезпеченні, професійний учасник зобов'язаний відкрити в системі ведення депозитарного обліку маржинальний рахунок. Крім цього, професійний учасник зобов'язаний забезпечити точне і своєчасне відображення в системі внутрішнього обліку операцій із цінними паперами виникнення, зміну та припинення заборгованостей, що утворилися внаслідок маржинальних угод;

- брокер, що надає послуги з маржинальної торгівлі, зобов'язаний мати не менше ніж одного штатного працівника, до посадових обов'язків якого входять управління ризиками, що виникають при здійсненні маржинальної торгівлі, а також розрахунок маржі для кожного клієнта, контроль за відповідністю рівня маржі, складу й кількості цінних паперів і коштів, що знаходяться в забезпеченні, встановленим вимогам;

- перелік цінних паперів, з якими можуть здійснюватися маржинальні угоди, повинен визначатися брокером відповідно до визначених критеріїв, які мають встановлюватися регулятором ринку;

- рівень маржі, при досягненні якого професійний учасник повинен направляти клієнтові маржинальну вимогу, а також форма, порядок і терміни направлення маржинальних вимог встановлюються Правилами внутрішнього обліку операцій із цінними паперами, затвердженими професійним учасником, що здійснює маржинальну торгівлю.

Визначаючи підвиди діяльності з торгівлі цінними паперами, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» не згадує про маржинальну торгівлю. З визначення брокерської діяльності вбачається, що торговці вправі вчиняти цивільно-правові договори із цінними паперами в якості повіреного або комісіонера на підставі договору доручення або комісії. Закон прямо передбачає, що торговець цінними паперами має право укладати зі своїми клієнтами тільки два види договору - доручення або комісії. Відповідно до Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андерайтингу, управління цінними паперами, затверджених Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.12.06. №1449 (у редакції рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 15.11.11. №1638[6] договором на брокерське обслуговування є договір, укладений між торговцем та клієнтом, який передбачає надання торговцем послуг щодо укладання правочинів з цінними паперами або іншими фінансовими інструментами на підставі разових замовлень клієнта. Предметом договору на брокерське обслуговування є надання торговцем як комісіонером або повіреним клієнту послуг щодо купівлі, продажу або міни цінних паперів або інших фінансових інструментів на підставі разових замовлень. При цьому не можливим є укладення змішаних договорів. Подібна правова конструкція обмежує брокерів у виборі договірних форм взаємовідносин із клієнтами. На нашу думку, її неодмінно потрібно вдосконалювати, що є лише питанням часу.

Що ж, власне, являє собою маржинальна торгівля цінними паперами? На даний час переважна більшість договорів з цінними паперами укладаються з наступною оплатою власними коштами, тобто інвестори не використовують позикові кошти. Економічна доцільність вчинення маржинальних договорів полягає в тому, що інвестор отримує можливість придбати цінні папери, не маючи на те відповідних фінансових ресурсів. Наприклад, маючи 5 тис. грн., інвестор може здійснювати операції з цінними паперами на 10 тис. грн. Якщо не вдаватись у ви-

сокі фінансові матерії, то економічна сутність маржинальної торгівлі цінними паперами полягає у придбанні інвестором цінних паперів за рахунок кредиту, отриманого від брокера, або продажу позичених у брокера цінних паперів. Виділяють два різновиди маржинальної торгівлі:

1) купівля цінних паперів на маржинальний рахунок зі сплатою певної частини грошовими коштами, а решту суми як позику отримують від брокерської компанії;

2) позика цінних паперів у брокерської компанії і продаж їх зі свого маржинального рахунку з наступним погашенням такими самими цінними паперами, що їх купують за наступних угод. При цьому власні грошові кошти клієнта або придбані на них цінні папери слугують забезпеченням отриманої позики або розглядаються як застава [3, с.102]. У якості застави згідно з маржинальним договором можуть бути кошти та цінні папери клієнта, розміщені на відповідних рахунках, а також ті, що набуваються торговцем в інтересах клієнта за маржинальними договорами.

Відповідно до ст. 546 Цивільного кодексу України від 16.01.03. № 435-IV (ЦК України) [8] виконання зобов'язання може забезпечуватися неустойкою, порукою, гарантією, заставою, притриманням, завдатком. Договором або законом можуть бути встановлені інші види забезпечення виконання зобов'язання. Для забезпечення зобов'язань позики грошових коштів та/або цінних паперів, які в майбутньому виступатимуть об'єктом маржинального договору, передбачається такий спосіб забезпечення виконання зобов'язань як застава. У якості застави згідно з маржинальним договором можуть бути кошти та цінні папери клієнта, розміщені на відповідних рахунках, а також ті, що набуваються торговцем в інтересах клієнта за маржинальними договорами. Предметом застави в маржинальних договорах можуть виступати цінні папери, які перебувають у лістингу фондових бірж та відповідають вимогам щодо ліквідності, встановленим регуляторами фондового ринку. Конкретний список таких цінних паперів формується фондовими біржами у порядку, встановленому регулятором. Існують також особливі вимоги до

ліквідності і ринкової вартості цих цінних паперів. Для здійснення маржинальної торгівлі інвестор, як правило, отримує право власності на фінансові інструменти, з якими відбуваються торговельні операції. Однак активи та/або кошти від їх продажу можуть також не передаватися у власність інвестора. Брокер не має права реалізувати цінні папери, що належать клієнту, або купувати цінні папери за рахунок грошових коштів клієнта з метою погашення позики клієнта, якщо величина застави з урахуванням знижки перевищує розмір наданої клієнту позики та відсутні інші підстави проведення таких договорів, передбачених законодавством.

Щодо розміру маржі, то він узгоджується торговцем з клієнтом та зазначається в застереженні про ризики. Брокер має контролювати розмір можливих збитків свого клієнта при здійсненні ним маржинальних операцій. Якщо рівень маржі досягає критичної межі, брокер звертається до клієнта з пропозицією передати для забезпечення виконання своїх зобов'язань додаткові кошти. Якщо величина застави стає меншою величини заборгованості клієнта за маржинальними договорами, торговець здійснює примусове закриття позиції (частини позиції) клієнта, тобто продаж належних клієнту цінних паперів, що є заставою, або купівлю цінних паперів за рахунок грошових коштів клієнта, що є заставою, у кількості, достатній для погашення частини позики. В разі неотримання додаткових коштів брокер вправі закрити клієнтську позицію. Торговець цінними паперами не має права укладати договір, внаслідок виконання якого рівень маржі зменшиться нижче встановленого фондовою біржею граничного рівня.

Отже, виділяють два рівні маржі:

- первісну маржу, за якою допускається здійснення операцій на маржинальному рахунку;

- граничний рівень маржі - рівень маржі, при досягненні якого торговець повинен направити клієнту вимогу про довнесення грошових коштів або цінних паперів у розмірі, достатньому для збільшення рівня до граничного рівня маржі.

Специфіка об'єкту маржинального договору свідчить про необхідність ви-

роблення особливого правового механізму звернення стягнення на об'єкт застави, що забезпечує виконання зобов'язань за маржинальним договором, шляхом реалізації через фондові біржі. При впровадженні маржинальної торгівлі цей механізм слід розробити і чітко прописати в законодавстві. Так, відповідно до ст.590 ЦК України звернення стягнення на предмет застави здійснюється за рішенням суду, якщо інше не встановлено договором або законом. Звернення стягнення на об'єкт застави у визначених договором випадках здійснюється шляхом реалізації через фондові біржі. Що ж до реалізації предмета застави, на який звернене стягнення, то вона провадиться шляхом його продажу з публічних торгів, якщо інше не встановлено договором або законом. В ЦК України закріплені загальні положення про інститут застави, особливості правового регулювання окремих різновидів застави визначаються спеціальним законодавством.

За своєю правовою природою маржинальна торгівля цінними паперами найбільш близька до брокерської діяльності. Маржинальна торгівля здійснюється на підставі договору про брокерське обслуговування, який містить додаткові вимоги щодо її здійснення. На нашу думку, хибно розглядати маржинальний договір як різновид договору на брокерське обслуговування. Важко погодитись з такою правовою кваліфікацією цього договору. За юридичною спрямованістю маржинальний договір слід віднести до договорів про надання послуг. Наявність умови про використання грошових коштів або цінних паперів, які надаються торговцем у позику клієнту, наближає цей договір із договорами про передачу майна та з кредитно-розрахунковими договорами.

Маржинальний договір є правочинним, що регулює зобов'язання сторін щодо передачі особливого виду товару. Він має певну схожість із договором купівлі-продажу цінних паперів, але є специфічним інститутом цивільного права. Маржинальний договір включає в себе елементи різних цивільно-правових договорів (брокерського договору, договору позики, договору застави). Аналіз елементів та особливостей цього договору дає підстави стверджува-

ти, що маржинальний договір є змішаним договором. Так, відповідно до ч.2 ст.628 ЦК України сторони мають право укласти договір, в якому містяться елементи різних договорів (змішаний договір). При цьому до відносин сторін у змішаному договорі застосовуються у відповідних частинах положення актів цивільного законодавства про договори, елементи яких містяться у змішаному договорі, якщо інше не встановлено договором або не впливає із суті змішаного договору. Додатково до умов, обов'язкових для договору на брокерське обслуговування, для здійснення маржинальної торгівлі визначаються: розмір плати за послуги маржинальної торгівлі; порядок одержання плати за послуги маржинальної торгівлі; розмір мінімальної маржі; опис цінних паперів, які можуть бути предметом забезпечення при маржинальній торгівлі; застереження про можливість реалізації цінних паперів, які можуть бути предметом забезпечення, через фондові біржі та інші необхідні умови.

Таким чином, до відносин сторін у маржинальному договорі мають застосовуватись положення законодавства щодо договору на брокерське обслуговування та актів законодавства про інші договори, елементи яких містяться у маржинальному договорі, з врахуванням вимог законодавства.

Щодо порядку укладення то маржинальні договори можуть укладатись лише за участю професійного учасника фондового ринку, що здійснює діяльність по організації торгівлі, наданню послуг, що сприяють укладенню цивільно-правових договорів із цінними паперами між учасниками фондового ринку. Маржинальні договори укладаються виключно на фондових біржах. В практичній діяльності при укладенні договору на брокерське обслуговування сторони можуть укласти до нього додаткову угоду або окремий договір, що регламентує права та обов'язки сторін при маржинальній торгівлі цінними паперами.

Маржинальний договір повинен містити застереження щодо ризиків, що виникають при здійсненні інвестором маржинальної торгівлі цінними паперами. В сучасних умовах економічної нестабільності, низької ліквідності та відсутності прозорості вітчизняного фондового ринку процес інвестування

стає особливо ризиковим. В свою чергу, торговці цінними паперами повинні володіти достатніми обсягами капіталу та ефективним ризик-менеджментом.

В сфері відповідальності учасників маржинальної торгівлі має чітко регламентуватись їхня відповідальність за ті чи інші правопорушення. З метою прозорості здійснення маржинальної торгівлі, охорони та захисту прав інвесторів, стабільності цивільно-правового обороту доцільно передбачити обсяг та особливості відповідальності учасників маржинальної торгівлі за порушення правил маржинальної торгівлі. В зарубіжній практиці фондові біржі здійснюють контроль та можуть застосовувати санкції до учасників маржинальної торгівлі за невиконання зобов'язань за маржинальними договорами, відповідно до порядку, встановленого фондовою біржею. Слід також зазначити, що з метою забезпечення виконання маржинальних договорів фондова біржа може створювати гарантійний фонд, до якого учасники маржинальної торгівлі вносять маржинальні внески у встановленому фондовою біржею порядку.

Слід зазначити, що Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) за участю представників фондового ринку розробила Проект Положення «Про здійснення діяльності торговця цінними паперами при укладанні договорів з використанням грошових коштів та/або цінних паперів, наданих торговцем у позику клієнту». З метою доопрацювання Проекту Положення від 23.06.11. відбулось спільне засідання Експертної ради Асоціації «Фондове Партнерство» та робочої групи Консультаційно-експертної ради (КЕР) при НКЦПФР, внаслідок чого з'явився Проект «Положення про здійснення діяльності торговця цінними паперами при маржинальній торгівлі». Попереду фондовий ринок ще чекає великий пласт роботи щодо впровадження якісного правового регулювання маржинальної торгівлі цінними паперами.

ВИСНОВКИ:

Впровадження повноцінної маржинальної торгівлі цінними паперами в Україні – це лише питання часу. Воно знаходиться як в правовій так і поза правовій площинах. З одного боку, мар-

жинальна торгівля вимагає комплексного підходу при розробці законодавства. На нашу думку, Положення НКЦПФР недостатньо, необхідні зміни в Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» та інші правові акти. Законодавство про маржинальну торгівлю має бути системним та впорядкованим[4]. Нагальною є необхідність прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо створення правових та організаційних умов здійснення маржинальних операцій на фондовому ринку)». З іншого боку, є потреба в розробленні професійних стандартів торговців цінними паперами при здійсненні ними маржинальної торгівлі. Адже особлива увага має приділятися охороні та захисту прав інвесторів та ризикам маржинальної торгівлі цінними паперами. Світова практика маржинальної торгівлі цінними паперами розкриває її темні сторони, які в подальшому обумовлюватимуть рівень правового регулювання цього явища, вироблення особливого підходу законодавця. При цьому важливого значення набуває зарубіжний досвід функціонування цього інституту та вивчення його дестабілізаційного впливу на розвиток фінансового ринку.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Висновок на проект Положення НКЦПФР «Про здійснення діяльності торговця цінними паперами при укладанні договорів з використанням грошових коштів та/або цінних паперів, наданих торговцем у позику клієнту» <http://pravotoday.in.ua/ua/press-centre/publications/pub-630>. – Назва з екрану.

2. Господарський кодекс України від 16.01.03. N436-IV. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>. – Назва з екрану.

3. Кропачев С.В. Особенности маржинальной торговли ценными бумагами на российском фондовом рынке / С.В. Кропачев, Е.В. Ускова // Экономические проблемы и решения. – Красноярск, 2004. – № 1. – С. 100 – 114.

4. Маржинальна революція переноситься. [Електронний ресурс]. – <http://blog.ubr.ua/finansy/marjinalna-revolucia-perenositsia-1862>. – Назва з екрану.

5. Назарчук М. Фондові біржі на організованому ринку цінних паперів України / М. Назарчук // Фінансовий ринок України. – 2005. – № 6 – 7. – С. 43 – 46.

6. Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затверджені Рішенням НКЦПФР від 12.12.06. №1449. (у редакції рішення від 15.11.11. №1638). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>. – Назва з екрану.

7. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.06. N3480-IV. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>. – Назва з екрану.

8. Цивільний кодекс України від 16.01.03. №435-IV. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>. – Назва з екрану.