

ЕВРОПЕЙСКОЕ ПРАВО

Правовые аспекты регулирования рынка ценных бумаг в Европейском союзе

*Лифшиц И. М.**

Статья посвящена рассмотрению общественных отношений, составляющих предмет правового регулирования рынка ценных бумаг в Европейском союзе. Выделены отдельные группы отношений, приведены нормативные акты ЕС в указанной сфере и обосновано введение понятия «фондовое право ЕС».

Ключевые слова: рынок ценных бумаг ЕС; финансовые услуги ЕС; отрасль права ЕС.

Компетенция Европейского союза по правовому регулированию рынка ценных бумаг основана на положениях Договора о функционировании ЕС (ДФЕС), закрепляющих *три свободы*: движения капитала, оказания услуг и учреждения, а также на положениях о сближении законодательства государств-членов. Полномочия по интеграционному регулированию общего фондового рынка не были прямо предусмотрены ни одной из редакций международных договоров об учреждении Европейских сообществ и о Европейском союзе, а соответствующее регулирование было сформировано нормативными актами вторичного права – директивами и регламентами, которые принимались институтами ЕС.

История регулирования рынка ценных бумаг в европейском интеграционном образовании показывает, что последнее «присваивало» себе все новые сферы компетенции, которые в настоящее время получили закрепление в так называемых «отраслевых законодательных актах»,

* Лифшиц Илья Михайлович – партнер адвокатского бюро «ЭДАС». I.Lifshits@edaslawfirm.ru.

перечисленных в ст. 1 (2) недавно принятого Регламента (EU) 1095/2010 Европейского Парламента и Совета от 24 ноября 2010 г. об учреждении Европейского агентства по ценным бумагам и рынкам (Регламент о ESMA)¹. Анализ этих актов позволяет выделить предмет правового регулирования рынка ценных бумаг в ЕС, включающий правоотношения, связанные с: 1) первоначальным (в виде проспекта) раскрытием информации о ценных бумагах и эмитенте и допуском ценных бумаг к публичному обращению, а также периодическим и текущим раскрытием информации о ценных бумагах, эмитенте и сделках с ценными бумагами; 2) ограничением злоупотреблений на рынке ценных бумаг; 3) правовым статусом профессиональных участников рынка ценных бумаг и осуществлением профессиональной деятельности (инвестиционных фирм, в т.ч. организующих фондовые торги, инвестиционных фондов, кредитно-рейтинговых агентств, компенсационных фондов, менеджеров альтернативных фондов (AIFM), центральных контрагентов, торговых депозитариев). В инфраструктуру финансового рынка входят также правоотношения, связанные с организацией расчетов, обеспечением в сделках с ценными бумагами, клирингом, а также общие вопросы функционирования финансового рынка, к которым относятся правоотношения, связанные с защитой прав потребителей финансовых услуг, дистанционным маркетингом таких услуг и электронной торговлей, предотвращением «отмывания грязных денег».

Со вступлением в силу указанного Регламента об учреждении Европейского агентства по ценным бумагам и рынкам с 1 января 2011 г. в ЕС учрежден орган, получивший право принимать в отдельных случаях обязательные к исполнению решения в отношении национальных регуляторов и участников рынка ценных бумаг; причем такого права был лишен учрежденный в 2001 г. правопредшественник Агентства - Комитет европейских фондовых регуляторов (CESR), имевший консультативные функции и принимавший необязательные акты – руководящие принципы, рекомендации и стандарты.

Кратко рассмотрим основные группы общественных отношений, являющиеся предметом правового регулирования рынка ценных бумаг ЕС, а также соответствующие нормативные правовые акты.

Первая группа правоотношений связана с раскрытием информации на рынке ценных бумаг и допуском ценных бумаг к публичному обращению. Предоставление определенной информации в форме

¹ OJ L 331, 15.12.2010. P. 84–119.

проспекта перед тем, как бумаги будут предложены инвесторам, является (за некоторыми исключениями) условием их публичного обращения в ЕС, а текущее раскрытие информации – условием сохранения статуса публично обращающейся ценной бумаги. Исходя из характера раскрытия информации имеются два комплекса норм, которые относятся: *а) к начальному раскрытию информации в виде проспекта и б) к периодическому и текущему раскрытию*. Первый комплекс норм закреплен в Директиве 2001/34/ЕС о допуске к листингу², Директиве 2003/71/ЕС о проспектах³ и Регламенте Комиссии 809/2004 к Директиве о проспектах⁴. Второй – в Директиве 2004/109/ЕС о прозрачности⁵ и Директиве Комиссии 2007/14/ЕС о детальных правилах к Директиве о прозрачности⁶. Первая и основная обязанность, возлагаемая на государства – члены ЕС в соответствии с Директивой о проспектах, – не разрешать любое публичное предложение ценных бумаг или их допуск к торгам без предварительной публикации проспекта. Значительная часть Директивы о проспектах посвящена содержанию проспекта. Общее требование – проспект должен включать всю информацию, необходимую для того, чтобы инвестор мог достаточно полно оценить активы и обязательства эмитента, его финансовое состояние, прибыли и убытки, перспективы деятельности, а также права, предоставляемые ценными бумагами. Основное правило, устанавливаемое Директивой, состоит в том, что утверждения проспекта компетентным органом государства происхождения эмитента достаточно для предложения ценных бумаг во всех государствах-членах без повторного утверждения этого документа. Нормами права предусмотрена лишь процедура уведомления (notification) компетентного органа принимающего государства (государств). В такой компетентный орган представляется сертификат из государства происхождения эмитента и перевод резюме проспекта.

Директива о прозрачности обозначает два типа информации, подлежащей раскрытию эмитентами: периодическая (periodic) и текущая (ongoing). В числе информации первого типа – годовой и полугодовой финансовый отчет. В состав текущей информации, подлежащей раскрытию, включены уведомления акционером эмитента о приобретении

² OJ. 2001. L 184. P. 1.

³ OJ. 2003. L 345. P. 64.

⁴ OJ. 2004. L 149. P.1.

⁵ OJ. 2004. L 390. P. 38.

⁶ OJ. 2007. L 69. P. 27.

или отчуждении крупных пакетов акций, в результате приобретения или отчуждения которых размер пакета увеличивается или уменьшается до 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 и 75%.

Вторая группа правоотношений связана с ограничением злоупотреблений на рынке ценных бумаг. К действующим источникам права в этой группе относятся следующие нормативно-правовые акты ЕС: Директива 2003/6/ЕС о злоупотреблениях на рынке⁷, Регламент Комиссии 2273/2003 об обратном выкупе и стабилизации⁸, Директива Комиссии 2003/124/ЕС об определении инсайдерской информации⁹, Директива Комиссии 2003/125/ЕС об инвестиционных рекомендациях¹⁰ и Директива Комиссии 2004/72/ЕС о принятых рыночных практиках¹¹. *Инсайдерская информация* в Директиве 2003/6/ЕС определена как «*информация определенного характера (of precise nature), которая не раскрывается публично, относится прямо или косвенно к одному или нескольким эмитентам финансовых инструментов и которая, если бы она была раскрыта публично, могла бы иметь значительное влияние на цены указанных финансовых инструментов или на цену соответствующих производных финансовых инструментов*». Данная Директива требует от государств-членов запретить лицам, владеющим инсайдерской информацией (инсайдерам): а) использовать такую информацию путем приобретения или продажи либо путем осуществления попыток приобретения или продажи финансовых инструментов, к которым такая информация относится, за свой счет или за счет третьих лиц, прямо или косвенно; б) раскрывать инсайдерскую информацию любому другому лицу, а также рекомендовать другому лицу или побуждать другое лицо приобретать или отчуждать финансовые инструменты, к которым такая информация относится. Государства-члены, кроме того, должны запретить манипулирование рынком. Директива предусматривает три случая манипулирования рынком: 1) сделки или торговые поручения, которые дают или могут давать фальшивые или дезориентирующие сигналы в отношении предложения, спроса или цены на финансовые инструменты, а также которые поддерживают цены на финансовые инструменты на ненормальном или искусственном уровне; 2) сделки или

⁷ OJ. 2003. L 96. P. 16.

⁸ OJ. 2003. L 336. P.33.

⁹ OJ 2003. L 339. P.70.

¹⁰ OJ. 2003. L 339. P. 73.

¹¹ OJ 2004. L 162. P. 70.

торговые поручения, которые используют фиктивные схемы или любую другую форму обмана или махинации; 3) распространение информации, которая дает или может дать фальшивые или дезориентирующие сигналы в отношении финансовых инструментов, включая распространение слухов, а также фальшивых или дезориентирующих новостей, когда распространяющее их лицо знало или должно было знать, что информация была фальшивой или дезориентирующей. Директива о злоупотреблениях на рынке не предписывает государствам-членам установить конкретные виды наказаний за нарушение положений национального законодательства, принятых в соответствии с ней, но требует, чтобы такие наказания были эффективными, пропорциональными и имели превентивный эффект.

Правоотношения *третьей группы* возникают по поводу приобретения, сохранения и утраты правового статуса инвестиционных фирм и других профессиональных участников рынка ценных бумаг. Нормативное регулирование статуса инвестиционных фирм содержится в Директиве 2004/39/ЕС о рынках финансовых инструментов (MiFID)¹², Регламенте Комиссии 1287/2006 к Директиве MiFID¹³ и Директиве Комиссии 2006/73/ЕС об организационных требованиях и условиях деятельности инвестиционных фирм¹⁴.

Под «*инвестиционной фирмой*» понимается «любое юридическое лицо, регулярно занимающееся оказанием или ведущее бизнес по оказанию одной или нескольких инвестиционных услуг третьим сторонам и/или осуществлением одного или нескольких видов деятельности на профессиональной основе». Инвестиционные услуги включают следующие виды деятельности: 1) получение и передача поручений по одному или нескольким финансовым инструментам; 2) исполнение поручений от имени клиентов; 3) осуществление торговых операций с финансовыми инструментами в собственных интересах; 4) управление портфелем; 5) инвестиционное консультирование; 6) андеррайтинг финансовых инструментов и/или размещение финансовых инструментов на базе твердых обязательств; 7) размещение финансовых инструментов без твердых обязательств; 8) управление Многосторонней торговой системой (MTF).

Директива о рынках финансовых инструментов предусматривает, что государства-члены должны установить гармонизированные

¹² ОJ. 2004. L 145. P.1.

¹³ ОJ. 2006. L 241. P. 1.

¹⁴ ОJ 2006. L 241 P. 26.

требования, касающиеся выдачи лицензии (разрешения) инвестиционным фирмам, и устанавливает, что такая лицензия действует на всей территории Сообщества (Евросоюза).

И, наконец, в *четвертую группу* можно объединить все остальные правоотношения, возникающие между участниками рынка ценных бумаг ЕС и связанные с отдельными аспектами оказания финансовых услуг (оказание финансовых услуг потребителям и вопросы, касающиеся электронной и дистанционной торговли, коротких продаж и деривативов); с финансовым обеспечением и расчетами в сделках с ценными бумагами; с предотвращением «отмывания грязных денег».

Европейское интеграционное регулирование охватывает все новые сферы общественных отношений на рынке ценных бумаг, причем формой регулирования таких отношений все чаще становятся регламенты ЕС, предполагающие безусловно прямое действие, не требующие трансформации в национальное право и обеспечивающие при необходимости немедленное, а также единообразное регулирование общественных отношений на фондовом рынке. Отметим, что тенденция по передаче компетенции по регулированию рынка ценных бумаг с национального уровня как на интеграционный, так и на международный уровень все более заметна в последние годы: так, профессор В.М. Шумилов пишет о постепенном «захвате» международным финансовым правом под свое регулирование все новых и новых вопросов внутренней компетенции государств¹⁵.

Особенности правовой регламентации оборота ценных бумаг обусловлены тем, что они много раз меняют владельца и каждый приобретатель ценной бумаги должен иметь достаточную и достоверную информацию о самой ценной бумаге, о финансовом положении эмитента, рыночных ценах на такие бумаги и т.д. Особенности ценных бумаг как объекта гражданских прав, повышенная степень риска инвестирования денежных средств в ценные бумаги, неравный доступ к информации различных участников рынка ценных бумаг предопределили особое правовое регулирование последнего, предусматривающее большой объем публичных обязанностей, наличие специального государственного (интеграционного) органа, уполномоченного осуществлять надзор за оборотом ценных бумаг, а также специальный режим осуществления деятельности на рынке и специальную ответственность его участников.

¹⁵ Шумилов В.М. Международное финансовое право: Учебник. М., 2005. С.119.

Анализ различных групп правоотношений на рынке ценных бумаг, классифицируемых в зависимости от правоотношений их субъектов (государственных или интеграционных органов, профессиональных и иных участников рынка) позволяет сделать вывод, что правовое регулирование рынка ценных бумаг носит в большей степени разрешительный характер, которому свойственно установление обязываний и запретов, когда участнику правоотношения предписывается строго определенный вариант поведения. Усилия европейского интеграционного образования направлены на сближение законодательства государств-членов и либерализацию трансграничного оказания инвестиционных услуг. Объектом воздействия европейского интеграционного образования являются правоотношения по исполнению их субъектами публичных обязанностей, связанных с оборотом ценных бумаг, а также, в меньшей степени, иные правоотношения, связанные с отчуждением ценных бумаг с участием профессиональных участников рынка.

Изучение указанного выше комплекса нормативных актов позволяет выделить *специальные принципы права ЕС*, относящиеся к правовому регулированию рынка ценных бумаг, первые семь из которых относятся к регулированию всего сектора финансовых услуг в целом (т.е. еще и к банковской и страховой деятельности), а последние три – только к рассматриваемой отрасли:

- 1) разрешительный (лицензионный) порядок осуществления деятельности;
- 2) взаимное признание разрешительных актов (лицензий, одобрения проспектов), выражающееся во введении так называемых обще-европейских паспортов;
- 3) надзор страны происхождения эмитента или инвестиционной фирмы;
- 4) сотрудничество надзорных органов;
- 5) введение единых стандартов осуществления профессиональной деятельности на территории ЕС;
- 6) защита общих ценностей (*public values*): целостности и стабильности финансовой системы, прозрачности рынка и финансовых продуктов, защита инвесторов;
- 7) обеспечение равных условий конкуренции и предотвращение регулятивного арбитража (конкуренции правопорядков разных государств-членов)¹⁶;

¹⁶ Принципы 6 и 7 указаны в качестве цели деятельности Европейского агентства по ценным бумагам и рынкам, См.: п. 5 ст. 1 Регламента о ESMA; п. 11 преамбулы.

8) принцип своевременного и полного раскрытия информации об эмитенте, ценных бумагах и сделках с ними;

9) принцип равенства участников рынка ценных бумаг независимо от наличия у них инсайдерской информации;

10) принцип повышенной защиты инвесторов, не являющихся профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Действие всех (кроме пяти последних) или части указанных принципов отмечают как исследователи правового регулирования фондового рынка ЕС¹⁷, так и специалисты в смежных областях (банковском и страховом праве)¹⁸. В нормативных актах ЕС говорится даже о «фундаментальных принципах внутреннего рынка финансовых услуг»¹⁹ (подразумевается защита общих ценностей и обеспечение равных условий конкуренции).

Обособленность общественных отношений, складывающихся на рынке ценных бумаг, соответствующая таким отношениям специфическая правовая регламентация, выраженная в достаточно большом массиве правовых актов в данном секторе, наличие специализированных органов европейского интеграционного образования в сфере ценных бумаг, а также специальных принципов, присущих правовому регулированию соответствующих отношений, – все это позволяет говорить о существовании *особой отрасли права* Европейского союза, предметом которой являются общественные отношения, складывающиеся на общеевропейском рынке ценных бумаг. По нашему мнению, наиболее удачным для обозначения на русском языке такой отрасли является термин «фондовое право»²⁰. Предложенные Р.А. Касьяновым²¹ и Ю.В. Шумиловым²² термины «финансовое право» и «биржевое

¹⁷ См.: Шеленкова Н.Б. Европейское финансовое право. Т. I. Правовые основы европейской интеграции. Интеграционное регулирование рынка ценных бумаг. М., 2003. С. 184.

¹⁸ См.: Вишневский А.А. Банковское право Европейского оюза: Учеб. пособие. М., 2000. С. 311. С. 17–19; Тарабарин Б.С. Тенденции развития европейского страхового права. Дис. ... канд. юрид. наук. М., 2003. С. 82.

¹⁹ Пункт 23 преамбулы Регламента о ESMA.

²⁰ Термин «фондовое право» уже использовался рядом российских исследователей применительно к отечественной правовой системе. См.: Эмирсултанова Э.Э. К вопросу об определении правового регулирования рынка ценных бумаг (фондового права) как финансово-правового института // Банковское право. 2005. № 2. С. 24–26.

²¹ См.: Европейское право. Право Европейского союза и правовое обеспечение защиты прав человека: Учебник / Отв ред. Л.М. Энтин. 3-е изд. М., 2011. С. 668 (автор главы 27 – Р.А. Касьянов).

²² См.: Шумилов Ю.В. Эволюция международного финансового права в свете глобального финансово-экономического кризиса 2008–2010 гг. Дис. ... канд. юрид.

право» соответственно не вполне адекватны, поскольку первый охватывает очевидно больший, а второй – меньший круг отношений. Итак, *фондовое право ЕС* – совокупность интеграционных правовых норм, направленных на реализацию политики ЕС в сфере создания единого внутреннего рынка ценных бумаг и на защиту прав инвесторов ценных бумаг.

На правомерность разделения права ЕС как самостоятельной правовой системы на различные отрасли и институты указывает профессор С.Ю. Кашкин²³. Термины «банковское право ЕС»²⁴, «страховое право ЕС»²⁵, а также «корпоративное право ЕС»²⁶, «трудовое право ЕС»²⁷, «экологическое право ЕС»²⁸ и др. часто используются и отечественными авторами. Вместе с тем профессор М.Н. Марченко и Е.М. Дерябина видят определенные трудности в плане выделения отраслей и институтов права в системе европейского права, поскольку значительную часть предмета регулирования права ЕС составляют разнородные отношения – своеобразные комплексы общественных отношений, возникающих в различных сферах жизнедеятельности Союза²⁹.

Полностью разделяя данную точку зрения, а также учитывая комплексный характер правового регулирования рынка ценных бумаг ЕС, следует применять термины «отрасль» и «институты» к фондовому праву ЕС с учетом указанных особенностей. Вместе с тем думается, что данный термин, вводимый в научный оборот, не только имеет право на существование, но и будет надежным подспорьем для исследователей права Европейского союза.

наук. М., 2010. С. 139.

²³ См.: Право Европейского союза: Учебник / Под. ред. С.Ю. Кашкина. 3-е изд. М., 2010. С. 121.

²⁴ См., например: Вишневский А.А. Указ. соч.; Европейское право. Право Европейского союза и правовое обеспечение защиты прав человека: Учебник / Под ред. Л.М. Энтина. 3-е изд. Гл. 28.

²⁵ См.: Право Европейского союза: Учебник / Под ред. С.Ю. Кашкина. 3-е изд. Гл. 11, § 3.

²⁶ Европейское право. Право Европейского союза и правовое обеспечение защиты прав человека: Учебник / Под ред. Л.М. Энтина. 3-е изд. Гл. 26; Дубовицкая Е.А. Европейское корпоративное право: свобода перемещения компаний в Европейском сообществе. М., 2004.

²⁷ См.: Кашкин Ю.С. Трудовое право Европейского союза: Учеб. пособие. М., 2009.

²⁸ См.: Кремер Л., Винтер Г. Экологическое право Европейского союза / Отв. ред. О.Л. Дубовик. М., 2007.

²⁹ См.: Марченко М.Н., Дерябина Е.М. Право Европейского союза. Вопросы истории и теории: Учеб. пособие. М., 2010. С. 95.

Библиографический список

Вишневский А.А. Банковское право Европейского союза: учеб. пособие. М., 2000.

Дубовицкая Е.А. Европейское корпоративное право: свобода перемещения компаний в Европейском сообществе. М., 2004.

Кашкин Ю.С. Трудовое право Европейского союза: учеб. пособие. М., 2009.

Кремер Л., Винтер Г. Экологическое право Европейского союза / отв. ред. О.Л. Дубовик. М., 2007.

Европейское право. Право Европейского союза и правовое обеспечение защиты прав человека: учебник / отв. ред. Л.М. Энтин. 3-е изд. М., 2011.

Марченко М.Н., Дерябина Е.М. Право Европейского союза. Вопросы истории и теории: учеб. пособие. М., 2010.

Право Европейского союза: учебник / под. ред. С.Ю. Кашкина. 3-е изд. М., 2010.

Тарабарин Б.С. Тенденции развития европейского страхового права: дисс. ... канд. юрид. наук. М., 2003.

Шумилов В.М. Международное финансовое право: учебник. М., 2005.

Шумилов Ю.В. Эволюция международного финансового права в свете глобального финансово-экономического кризиса 2008-2010 гг.: дисс. ... канд. юрид. наук. М., 2010.

Шеленкова Н.Б. Европейское финансовое право. Т. I. Правовые основы европейской интеграции. Интеграционное регулирование рынка ценных бумаг. М., 2003.

Эмирсултанова Э.Э. К вопросу об определении правового регулирования рынка ценных бумаг (фондового права) как финансово-правового института // Банковское право. 2005. № 2.

Legal Aspects of Regulation of Securities Market in the European Union (Summary)

*Ilya M. Lifshits**

Public relations in the course of securities market regulations have been considered in the article. Particular groups of such relations have been highlighted, relevant EU legislation has been listed, and the emergence of the term “EU Stock Law” has been justified.

Keywords: EU securities market; EU financial services; EU law branch.

* Ilya M. Lifshits – Partner of EDAS Law Bureau. I.Lifshits@edaslawfirm.ru.