

Директиви ЄС як інструменти

правового регулювання випуску та розміщення цінних паперів



О. І. Виговський

кандидат юридичних наук, асистент кафедри міжнародного приватного права Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

У статті розглядаються нормативні акти ЄС у сфері регулювання випуску та розміщення цінних паперів на європейському фондовому ринку. Особлива увага приділяється способам забезпечення єдиних стандартів у сфері розкриття інформації на фондовому ринку та захисту інтересів інвесторів.

Ключові слова: цінні папери; директиви ЄС; гармонізація; уніфікація; емітент; інвестор.

В статье рассматриваются нормативные акты ЕС в сфере регулирования выпуска и размещения ценных бумаг на европейском фондовом рынке. Основное внимание уделяется способам обеспечения единообразных стандартов в сфере раскрытия информации на фондовом рынке и защиты интересов инвесторов.

Ключевые слова: ценные бумаги, директивы ЕС, гармонизация, унификация, эмитент, инвестор.

This article deals with the legal acts of EU in the sphere of issue and placement of securities at the European securities market. The main attention is paid to the methods of ensuring uniform standards in the sphere of disclosure

of information on the securities market and protection of the investors' interests.

Keywords: *securities; EU Directives; harmonization; unification; issuer; investor.*

Протягом останніх десятиліть відбувається бурхливий розвиток міжнародного ринку цінних паперів, до якого інтегровані найбільш розвинені національні фондові ринки. Транскордонні масштаби здійснення операцій з цінними паперами вимагають усунення внутрішніх бар'єрів у сфері їх розміщення та надання пов'язаних з цим професійних послуг. Разом з тим, відсутність універсальних міжнародних актів з регулювання таких правовідносин, поряд з існуючими кардинальними розбіжностями у сфері регулювання випуску та обігу цінних паперів на рівні національних правових систем, надто обмеженим колом питань, врегульованих на рівні міждержавного співробітництва, уповільнюють процес поглиблення міжнародних зв'язків у цій галузі та стримують емітентів цінних паперів від виходу на ті іноземні фондові ринки, де «правила гри» істотно відрізняються від звичних для них стандартів поведінки.

Різні юрисдикції по-різному регулюють питання кваліфікації розміщення цінних паперів як публічного або приватного, визначають неоднакові умови доступу іноземних емітентів на національні ринки цінних паперів, можуть передбачати спеціальні вимоги щодо реєстрації випуску (проспекту емісії) цінних паперів компетентним національним регуляторним органом, по-різному визначають відповідальність емітента за недотримання вимог відносно розкриття інформації на фондовому ринку, встановлюють відмінні умови визнання емісії недобросовісною і критерії захисту прав приватних інвесторів; навіть питання встановлення

«національної приналежності» емітента характеризується неоднозначними підходами до вирішення у законодавствах різних держав світу. Очевидно, все це породжує потребу в прискоренні процесів гармонізації національних законодавств на регіональному та універсальному рівнях. Міжнародні документи, що встановлюють однакові вимоги до порядку випуску і розміщення цінних паперів, розкриття інформації емітентами й іншими учасниками ринку цінних паперів, умови і форми захисту інтересів інвесторів в процесі розміщення цінних паперів емітентами-нерезидентами мають виступати основними інструментами забезпечення єдиних стандартів у цій сфері.

Предметом нашого аналізу виступатиме нормативний інструментарій ЄС, спрямований на регулювання відносин у сфері випуску та розміщення цінних паперів. На сьогоднішній день в українській юридичній науці приватного права практично відсутні спеціальні дослідження питань правового регулювання цінних паперів, які розміщуються на території країн ЄС, що визначає новизну сформульованої теми статті та обумовлює актуальність звернення до неї. Метою нашого дослідження є виокремлення основних досягнутих результатів гармонізаційних процесів в рамках ЄС, спрямованих на формування єдиної регулятивної системи в сфері обігу цінних паперів.

В європейському правовому середовищі діяльність на ринку цінних паперів традиційно розглядається в рамках свободи надання послуг і свободи руху капіталу, які визначають спрямованість правового регулювання. Систему регулювання випуску і обігу цінних паперів в рамках ЄС утворюють як спеціальні нормативні акти, що регулюють окремі аспекти у сфері обігу цінних паперів (наприклад, Директива 2003/6/ЄС Європей-

ського парламенту і Ради від 28.01.2003 р. про інсайдерські операції і маніпулювання ринком (зловживаннях на ринку) [1]), так і комплексні нормативні акти, що належать, як правило, до сфери регулювання надання фінансових послуг і здійснення інвестиційної діяльності та містять положення щодо тих чи інших аспектів діяльності на ринку цінних паперів (наприклад, Директива 2004/39/ЄС Європейського парламенту і Ради від 21.04.2004 р. про ринки фінансових інструментів [2] (далі – «Директива про фінансові ринки»). Крім того, серед Директив, розроблених на підставі т. зв. «підходу Ламфалуссі» (Lamfalussy Approach), прийнято виділяти «Директиви першого рівня», що закладають основоположні принципи регулювання в цій сфері, і «Директиви другого рівня», що передбачають заходи, спрямовані на втілення в життя таких принципів. До першої категорії, крім указаних вище, відносять Директиву 2003/71/ЄС Європейського парламенту і Ради від 4.11.2003 р. про проспект, що підлягає публікації при публічній пропозиції цінних паперів або їх допуску до торгів [3] (далі – «Директива про проспект емісії»), і Директиву 2004/109/ЄС Європейського парламенту і Ради від 15.12.2004 р. про гармонізацію вимог прозорості відносно інформації щодо емітентів, чий цінні папери допущені до торгів на організованому ринку [4] (далі – «Директива про розкриття інформації»).

Як зазначають бельгійські вчені Ф. Ламбрехт і Д. Хальян, враховуючи розбіжності в стандартах і звичаях в державах-учасниках, Директиви ЄС у сфері регулювання цінних паперів швидше замінили, ніж доповнили чинні національні нормативні приписи відносно мінімальних обов'язків емітентів і торговців [5, с. 253]. Слід зазначити, що в ЄС відсутня система уніфікованих правових норм, які б застосовувалися до правочинів, що здій-

снюються на європейському фондовому ринку загалом. Нормативний масив ЄС забезпечує лише мінімальні загальні регуляторні стандарти у сфері допуску цінних паперів на організований фондовий ринок, вимоги щодо розкриття емітентами інформації, запобігання торгівлі цінними паперами з використанням інсайдерської інформації, реєстрації і публікації проспектів емісії, а також загальні стандарти у сфері нагляду і контролю за діяльністю професійних учасників фондового ринку. Досвід регулювання ринку цінних паперів в країнах ЄС може бути використаний, зокрема, при формуванні моделі регулювання та інших інтегрованих регіональних і міжнародних фондових ринків.

Одним з ключових аспектів системи правового регулювання випуску і обігу цінних паперів в країнах ЄС є принцип взаємного визнання, зафіксований у нормативних документах ЄС. Так, згідно з ч. 1 ст. 17 Директиви про проспект емісії, проспект, схвалений в державі його походження (home Member State), вважається законною підставою для проведення публічного розміщення або допуску до торгів в будь-якій іншій державі-учасниці, де здійснюватиметься така діяльність (host Member State), за умови повідомлення компетентного органу такої держави. Вказане повідомлення повинне надаватися компетентним органом держави реєстрації проспекту на вимогу емітента або особи, відповідальної за підготовку проспекту, протягом трьох робочих днів після надходження відповідного запиту, або протягом одного робочого дня з моменту схвалення проспекту, якщо запит був поданий одночасно з проектом проспекту емісії, шляхом надання компетентному органу держави місця здійснення розміщення або проведення торгів свідоцтва про схвалення проспекту (certificate of approval),

який підтверджує, що проспект був складений відповідно до цієї Директиви (див. ч. 1 ст. 18). Спеціальні положення передбачені ст. 20 Директиви щодо емітентів, які зареєстровані в третіх державах. Компетентний орган держави-учасниці може схвалити проспект емісії, складений відповідно до законодавства третьої держави, за умови, що: (а) проспект складений відповідно до міжнародних стандартів, включаючи стандарти розкриття інформації, розроблені Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO); (б) вимоги до інформації, що міститься в проспекті, включаючи інформацію фінансового характеру, еквівалентні вимогам, які встановлені цією Директивою.

Аналогічний принцип покладений в основу і ст. 38 Директиви 2001/34/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 28.05.2001 р. відносно допуску цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і відносно інформації, що підлягає публікації про такі цінні папери [6], згідно з ч. 1 якої інформаційний меморандум, що надається для проходження процедури лістингу (*listing particulars*), схвалений компетентними органами держави його походження, повинен визнаватися іншими державами-учасницями, в яких подається заява про допуск цінних паперів до офіційного лістингу, без необхідності отримання схвалення компетентних органів цих держав. Проте такі органи можуть вимагати, щоб цей документ містив інформацію, характерну для ринку держави допуску, зокрема, відносно оподаткування, діяльності фінансових організацій як платіжних агентів для емітента в цій державі, а також щодо способів публікації повідомлень для інвесторів. Також, як і в випадку з проспектом емісії, при схваленні інформаційного меморандуму компетентний орган повинен надавати органам інших держав-учасниць, в яких подається заява про проходження

офіційного лістингу, свідоцтва про схвалення такого меморандуму.

Слід зазначити, що принцип взаємного визнання в тому вигляді, як він відтворений в текстах нормативного інструментарію ЄС, не слід розглядати як спосіб вирішення колізійних питань, оскільки дійсність проспекту емісії і лістингових меморандумів іноземного походження в будь-якій державі-учасниці «обумовлена ні застосуванням класичних колізійних норм, ні добровільним наданням іноземному праву переважної юридичної сили перед внутрішньодержавним правом...» [7, с. 155]. Нормативні акти ЄС лише визначають державу походження емітента як компетентну юрисдикцію для схвалення проспекту емісії і лістингових меморандумів або для надання дозволів на здійснення діяльності на ринку цінних паперів, і акти її державних органів лише за принципом взаємного визнання, який запроваджений наднаціональним законодавством ЄС, отримують визнання в будь-якій іншій державі-учасниці. Іноземне право як таке в цьому випадку не застосовується; рішення іноземного державного органу про схвалення проспекту емісії або лістингового меморандуму надається юридична сила на території іншої держави тільки в силу факту ідентичності базових стандартів, які існують для таких документів у всіх державах-учасницях, що імплементували відповідні Директиви ЄС. Визначення компетентного правопорядку з усіх інших питань транскордонного розміщення цінних паперів продовжує здійснюватися на підставі колізійних норм національних законодавств держав-членів ЄС.

Одним із пріоритетних напрямів гармонізації європейського законодавства у сфері регулювання цінних паперів є забезпечення інформованості інвесторів про емітентів цінних паперів, що підляга-

ють публічному розміщенню, та основні параметри випуску. Спеціальним правовим актом в цій сфері є Директива про розкриття інформації. Згідно із ст. 4 цієї Директиви, емітент має обнародувати щорічний фінансовий звіт не пізніше, ніж через чотири місяці після закінчення фінансового року. Такий щорічний фінансовий звіт повинен містити перевірену аудитором фінансову звітність, звіт правління і заяви відповідальних осіб про те, що фінансова звітність, підготовлена відповідно до стандартів бухгалтерського обліку, які підлягають застосуванню, дає реальне уявлення про активи, пасиви, фінансове становище і доходи або збитки емітента. Стаття 5 покладає на емітентів акцій і боргових цінних паперів обов'язок щодо обнародування піврічного фінансового звіту за перші шість місяців фінансового року не пізніше, ніж через два місяці після закінчення відповідного періоду. Директива також передбачає розкриття особливої інформації емітентом для власників цінних паперів, допущених до торгів на організованому ринку. При цьому, що характерне, держава походження може зажадати від емітента виконання більш жорстких вимог, ніж ті, які викладені в цій Директиві, а держава місця розміщення цінних паперів – ні (ст. 3).

Важливу роль тут відіграє концепція пруденціального контролю, яка охоплює механізми надання дозволу і здійснення контролю за емітентами та торговцями на ринку цінних паперів і забезпечує функціонування дозвільного порядку діяльності на ринку цінних паперів. Повноваження пруденціального контролю покладаються на державу місцезнаходження відповідного суб'єкта фондового ринку. Саме ця держава здійснює видачу відповідних ліцензій і контроль за дотриманням ліцензійних вимог, надає дозвіл на розміщення цінних паперів національними юридичними особами як всереди-

ні країни, так і за її межами, а також встановлює стандартизовані вимоги відносно здійснення такого розміщення. Державою місцезнаходження, як правило, визнається держава, в якій знаходиться зареєстрований або головний офіс відповідної юридичної особи, або, для емітентів, зареєстрованих в державі, що не є учасницею ЄС, та держава-учасниця, де цінні папери планується розміщувати або де подається перша заявка на допуск до торгів на організованому ринку (наприклад, п. m) ч. 1 ст. 2 Директиви про проспект емісії). Як правило, ця ж держава і здійснює нагляд за дотриманням учасником ринку цінних паперів організаційно-правових вимог відносно його діяльності (ст. 16 Директиви про фінансові ринки, відносно інвестиційних фірм). В цьому випадку принцип взаємного визнання ґрунтується на загальних мінімальних ліцензійних вимогах, що існують у всіх державах-учасницях ЄС.

Вищезгадані принципи лягли в основу ідеї «єдиного європейського паспорта» для професійних учасників фондового ринку, який дозволяє їм надавати послуги в будь-якій державі ЄС без необхідності отримання додаткових дозволів, за умови отримання дозволу (ліцензії) в одній з них, завдяки чому знижуються фінансові і адміністративні витрати, пов'язані з наданням таких послуг в рамках єдиного європейського фінансового простору, і водночас забезпечується високий рівень захисту інвесторів. Поряд з «єдиним паспортом» для емітентів, що дозволяє їм залучати фінансові кошти шляхом випуску і розміщення цінних паперів на всій території ЄС без необхідності реєстрації випуску і проспекту емісії в кожній державі такого розміщення, цей принцип є наріжним каменем програми лібералізації ринків капіталу в ЄС і практичним способом забезпечення свободи руху капіталу і свободи надання послуг.

Підбиваючи підсумки цього короткого огляду нормативного інструментарію ЄС, основними результатами процесів гармонізації законодавств європейських держав в сфері правового регулювання розміщення цінних паперів стали:

– впровадження «єдиного паспорта» емітента та інших учасників фондового ринку, який забезпечує можливість діяльності цих осіб на території будь-якої держави-члена ЄС без необхідності отримання додаткових дозволів;

– розподіл компетенції між державами-членами ЄС у сфері нагляду і контролю за діяльністю суб'єктів ринку цінних паперів, в основу якого покладений юрисдикційний поділ на «держави походження» (home states) і «держави перебування» (host states);

– уніфікація порядку розкриття емітентами інформації відповідно до загально-визнаних міжнародних стандартів;

– впровадження спрощеної процедури розміщення цінних паперів емітентів, цінні папери яких вже допущені до торгів на організованих ринках держав-членів ЄС.

Досвід європейських країн у сфері регулювання цінних паперів може бути успішно використаний у міжнародному масштабі. Зокрема, доцільно запровадити на міждержавному рівні єдині стандарти розкриття інформації іноземними емітентами, дотримання яких підтверджувалося б видачею спеціального документа органами держави походження емітента встановленого зразка. Це був би «міжнародний паспорт» для емітента, який бажає розмістити свої цінні папери чи отримати доступ до організованих фондових ринків зарубіжних юрисдикцій. Такі заходи стали б важливим кроком на шляху до подальшої гармонізації національних законодавств і поглиблення інтеграційних процесів на міжнародних фондових ринках.

Література

1. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) // Official Journal. L 96. 12.4.2003. – P. 16-25.
2. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC // Official Journal. L 145. – 30.4.2004. – P. 1-44.
3. Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC // Official Journal. L 345. – 31.12.2003. – P. 64-89.
4. Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC // Official Journal. L 390. – 31.12.2004. – P. 38-57.
5. *Lambrecht P, Haljan D.* Investor Protection and the European Directives Concerning Securities / *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, by H. van Houtte (ed.). – London: Sweet & Maxwell, 1999. – P. 257-276.
6. Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities // Official Journal. L 184. – 06/07/2001. – P. 0001-0066.
7. *Wegen G, Linmdeann C.* The Law Applicable to Public Offerings in Continental Europe / *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, by H. van Houtte (ed.). – London: Sweet & Maxwell, 1999. – P. 153-172.