

**КОВАЛКО Н. М.**,  
кандидат юридичних наук,  
доцент кафедри фінансового права  
(Київський національний університет  
імені Тараса Шевченка)

УДК 336.763

## ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ ДИРЕКТИВ, УХВАЛЕНИХ ІНСТИТУТАМИ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ ІНТЕГРАЦІЇ У СФЕРІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Стаття присвячена виокремленню проблемних питань імплементації директив, ухвалених інститутами Європейської інтеграції у сфері цінних паперів. Автором зазначається, що імплементація законодавства Європейського співтовариства має низку проблемних аспектів на рівні держав-членів Європейського Союзу. Автор наводить приклади європейських директив у сфері цінних паперів, надає рекомендації щодо їх імплементації та робить висновок стосовно доцільності реалізації відповідних директив на території України.

*Ключові слова:* директиви, цінні папери, імплементація, інтеграція.

Стаття посвящена виділенню проблемних питань імплементації директив, прийнятих інститутами європейської інтеграції в сфері цінних паперів. Автор відзначає, що імплементація законодавства Європейського співтовариства має ряд проблемних аспектів на рівні держав-членів Європейського Союзу. Автор приводить приклади європейських директив в сфері цінних паперів, дає рекомендації по їх імплементації і робить висновок про доцільність реалізації відповідних директив на території України.

*Ключевые слова:* директивы, ценные бумаги, имплементация, интеграция.

The article is devoted to highlighting the problematic issues of implementation of the directives adopted by the institutions of European integration in the sphere of securities. The author notes that the implementation of the legislation of the European community has a number of problematic aspects that exist at the level of the EU member states. The author gives examples of European directives in the sphere of securities, gives recommendations on their implementation and draws a conclusion on the expediency of implementing the relevant directives in the territory of Ukraine.

*Key words:* directives, securities, implementation, integration.

**Вступ.** Розвиток транскордонного обігу цінних паперів, а також поширення дематеріалізації цінних паперів привели до ідентифікації таких основних галузей національних урегулювань ринку капіталу, які найчастіше перешкоджають вільному здійсненню транскордонних угод із цінними паперами, як-от:

– неоднорідні врегулювання прав на цінні папери в їхніх фізичній та дематеріалізованій формах;

– неоднорідні урегулювання в галузі податкового законодавства;

– урегулювання, що обмежують вільну конкуренцію між постачальниками послуг на ринку капіталу.

Основні проблеми пов'язані із транскордонним обігом цінних паперів, тобто з характером прав на останні. Відмінності у врегулюванні характеру цих прав (зокрема, прав на дематеріаліза-



цію цінних паперів) спричиняють багато проблем правового характеру. Найсерйозніші пов'язані з вибором права юрисдикції, застосованої для врегулювання правового становища учасників транскордонної операції із цінними паперами, із проблемами через розбіжності в розумінні хоча б способу появи цінних паперів, прав на ці папери, реалізації паперів або їх перекладу, завершення розрахунків за операціями із цінними паперами та захисту прав осіб, що мають права на цінні папери в разі банкрутства посередника, що зберігає відповідні папери. У зв'язку з вищезазначеним на міжнародному рівні постала потреба, з одного боку, розроблення єдиного принципу вибору права юрисдикції для визначення прав на цінні папери, що належать учасникам транскордонної угоди, з іншого – гармонізації положень, що регулюють суть і спосіб функціонування установ, які здійснюють розрахунки із цінних паперів у правових системах різних країн.

**Результати дослідження.** Якщо говорити про імплементацію (implementation) директив, ухвалених інститутами європейської інтеграції, то мається на увазі введення норм зазначених директив у внутрішнє право держав-членів. Відповідний процес передбачає, крім власне трансформації, тобто ухвалення національного нормативного акта на виконання директиви, стадію виконання правових приписів у державах-членах (тобто ухвалення відповідних підзаконних актів), а також контрольну діяльність національних судових органів.

Варто також згадати, що імплементацією (виконанням) директиви називають деталізацію її положень нормативно-правовими актами Європейської комісії (далі – Комісії) (регламентами та директивами). Діяльність інститутів Європейського Союзу (далі – ЄС) щодо забезпечення імплементації фондкових директив є, на думку С. Лучиніна, складником наднаціонального рівня механізму імплементації та включає такі засоби: контроль, тлумачення права, судовий захист європейського права й юридичну відповідальність.

С. Глотова поділяє процес імплементації директив на три стадії: перенесення (англ. – transposition, нім. – umsetzung), виконання (англ. – application, нім. – Vollziehung), застосування (англ. – enforcement, нім. – verwenden), причому в разі імплементації регламентів перша стадія відсутня<sup>1</sup>. Н. Шеленкова розглядає питання реалізації права ЄС у внутрішньодержавній сфері в контексті сформованих практикою Суду Європейських співтовариств трьох принципів: гармонійної правотворчості, гармонійного правозастосування та відповідальності держав-членів. Так, перший принцип вирішує проблему допустимих меж національної правотворчості: імплементація не обов'язково має відбуватися у формі парламентського закону, а труднощі конституційного, політичного, економічного й іншого характеру не можуть служити виправданням відсутності імплементації або неналежної імплементації, а під час видання національних положень, що забезпечують належне застосування регламентів, дії держав-членів не можуть змінювати зміст регламенту<sup>2</sup>.

Із принципу гармонійного правозастосування виводяться певні обов'язки, які накладаються на національні органи виконавчої влади (наприклад, внутрішньодержавне регулювання має забезпечувати негайне застосування права ЄС на території відповідної держави-члена), а також вимоги, що висуваються до національного судочинства (наприклад, національні процесуальні правила не можуть ускладнювати або робити неможливим захист прав, що випливають із права ЄС). Останній принцип проявляється насамперед у відповідальності держав-членів за завдання шкоди приватним особам у разі неналежної імплементації комунітарного законодавства<sup>3</sup>.

Повноваження Комісії щодо забезпечення застосування права ЄС до набрання чинності Лісабонським договором ґрунтувалися на ст. 211 Римського договору, що передбачає: «Для забезпечення належного функціонування та розвитку спільного ринку Комісія забезпечує, щоб застосовувалися положення цього Договору та заходи, що вживаються інститутами відповідно до їхніх повноважень». Лісабонський договір перемістив повноваження Комісії в Договір про ЄС, ст. 17, який тепер у більш загальному вигляді формулює повноваження Комісії

<sup>1</sup>Глотова С. Директиви Європейського союзу: дис. ... канд. юрид. наук. М., 1999. С. 71–72.

<sup>2</sup>Шеленкова Н. Современные правовые проблемы европейской интеграции: дисс. ... докт. юрид. наук: 12.00.10. М., 2005. С. 321–323.

<sup>3</sup>Шеленкова Н. Современные правовые проблемы европейской интеграции: дисс. ... докт. юрид. наук: 12.00.10. М., 2005. С. 328–333.



щодо забезпечення застосування Договору та заходів, що вживаються інститутами ЄС, без відсилання до функціонування спільного ринку. Прямо позначено право Комісії стежити (контролювати, спостерігати, англ. – oversee) за застосуванням права Союзу під контролем Суду ЄС.

Сайт Єврокомісії й офіційна база даних законодавства ЄС EUR-Lex містять так звані таблиці імплементації, в яких наводиться не тільки інформація про те, імплементована чи ні відповідна директива в окремій державі, а й найменування та реквізити відповідного акта. Остання зведена таблиця наведена станом на 25 серпня 2010 р.<sup>4</sup> З неї випливає, що, наприклад, Директива про проспекти була імплементована у Великобританії шляхом ухвалення Казначейством Правил про проспекти 2005 р. № 1433, що набули чинності 1 липня 2005 р.<sup>5</sup>, в Ірландії – актом 2005 р. № 324 з аналогічною назвою, ухваленим міністром підприємництва, торгівлі та праці<sup>6</sup>. Форма нормативного акта під час трансформації директиви обирається кожною державою самостійно, проте Суд ЄС у рішенні 48/75 у справі Royer указав, що вибір форм і методів імплементації директив, установлених Договором, не впливає на їхні зобов'язання вибирати найбільш підходящі форми й методи для забезпечення ефективності директив<sup>7</sup>.

Однак Комісія не тільки отримує повідомлення про трансформацію директив, перевіряє та публікує їх. Відповідно до ст. 258 Лісабонського договору (ст. 226 Амстердамської й Ніщської нумерації), вона має право звертатися до Суду ЄС, якщо держава-член не виконала своє зобов'язання щодо імплементації. Ця роль була особливо підкреслена Комітетом європейських фондових регуляторів, що представив у квітні 2004 р. на суд громадськості дослідження, в якому особливо підкреслюється роль Комісії як стража установчих договорів<sup>8</sup>.

Процедура, визначена ст. 258 Договору, передбачає три можливі дії з боку Комісії:

1) повідомлення держави щодо факту порушення; 2) направлення мотивованого висновку після подання державою-членом її заперечень; 3) звернення до Суду.

На практиці Комісія використовувала всі три форми реагування на порушення державами-членами їхніх зобов'язань з імплементації фондових директив. Так, у квітні 2007 р. повідомлення, а потім у червні того ж року вмотивовані висновки були спрямовані 24 (!) державам-членам у зв'язку з невиконанням ними обов'язків з імплементації Директиви про ринки фінансових інструментів<sup>9</sup>. Що стосується третьої форми реагування, то в Базі даних європейського законодавства міститься інформація про звернення до Суду у зв'язку з порушенням обов'язків з імплементації Директиви про ринки фінансових інструментів у термін до 31 січня 2007 р. у двох випадках: проти Польщі 7 квітня 2008 р.<sup>10</sup> і проти Чехії 20 лютого 2008 р.<sup>11</sup> Низка рішень стосуються порушень окремими державами-членами обов'язку імплемувати Директиву про запобігання відмиванню: такі рішення винесені проти Іспанії<sup>12</sup>, Ірландії<sup>13</sup>, Швеції<sup>14</sup>, Бельгії<sup>15</sup>, Франції<sup>16</sup>. У цих рішеннях Суд лише констатував, що обов'язки із трансформації Директиви були порушені.

<sup>4</sup>URL: [ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/100825-transposition\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/100825-transposition_en.pdf).

<sup>5</sup>URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/transposition/uk/dl6.2-ml-uk.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/transposition/uk/dl6.2-ml-uk.pdf).

<sup>6</sup>URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/transposition/ireland/dl6-ml-ie.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/transposition/ireland/dl6-ml-ie.pdf).

<sup>7</sup>Judgment of the Court of 8 April 1976. Jean Noel Royer. Case 48/75.

<sup>8</sup>The Role of CESR at “Level 3” under the Lamfalussy process. Consultation paper. April 2004. Ref. CESR/04-104. P. 4. URL: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=1994>.

<sup>9</sup>Пресс-релиз Комиссии. IP/07/911. URL: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/911&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>10</sup>Дело C-142/08 “Commission of the European Communities v Republic of Poland”.

<sup>11</sup>Case C-71/08. Action brought on 20 February 2008 “Commission of the European Communities v. Czech Republic”.

<sup>12</sup>Judgment of the Court (Seventh Chamber) of 1 October 2009. “Commission of the European Communities v. Kingdom of Spain”. Case C-502/08. 2009.

<sup>13</sup>Judgment of the Court (Sixth Chamber) of 19 May 2009. “Commission of the European Communities v. Ireland”. 2009.

<sup>14</sup>Judgment of the Court (Seventh Chamber) of 11 June 2009. “Commission of the European Communities v. Kingdom of Sweden”. Case C-546/08. 2009.

<sup>15</sup>Judgment of the Court (Fifth Chamber) of 6 October 2009. “Commission of the European Communities v. Kingdom of Belgium”. Case C-6/09. 2009.

<sup>16</sup>Case C-170/09: Judgment of the Court (Fifth Chamber) of 25 February 2010 – “European Commission v. French Republic”.



Розглянемо окремі європейські стандарти щодо діяльності на ринку цінних паперів, з огляду на можливість подальшої імплементації до законодавства України.

Система норм, що регулює розкриття інформації на ринку цінних паперів і допуск цінних паперів до публічного обігу, – найважливіший інститут європейського фондового права. Специфіка оборотоздатності цінних паперів як предмета угоди купівлі-продажу, потенційна можливість для цінних паперів, допущених до торгів, бути предметом угод десятки, сотні і тисячі разів, об'ємність економічної і фінансової інформації про емітента, необхідність захистити права інвесторів цінних паперів – усе це зумовило досить детальну регламентацію в нормативних актах ЄС складу економічної і фінансової інформації про емітента та цінні папери, а також форми її громадської думки.

«Щодо овочів, – пише Л. Берн (Lachlan Burn), партнер відомої міжнародної фірми “Linklaters” у книзі «Європейське право цінних паперів», – вид, запах, перевірка на дотик і (якщо дозволить господар) на смак можуть забезпечити більшу кількість інформації, щоб зважитися на покупку. Ніщо з переліченого не стосується цінних паперів, які є нематеріальними речами»<sup>17</sup>.

Надання окремої інформації у формі проспекту перед тим, як папери будуть запропоновані інвесторам, є (за деякими винятками) умовою публічного звернення таких паперів, а періодичне й поточне розкриття інформації – умовою збереження статусу публічних цінних паперів. Гармонізація норм держав-членів про допуск цінних паперів до торгів була першим за часом зусиллям європейського законодавця у сфері фондового права.

Виходячи з характеру розкриття інформації: початкового, або періодичного, і поточного, розглянемо відповідні норми.

Щодо розкриття інформації про цінні папери діють такі нормативні акти вторинного законодавства ЄС:

1. Директива про допуск до лістинга. Вона діє в редакції Директиви про проспекти, Директиви про інсайдерські операції, Директиви про прозорість, а також Директиви про нову організаційну структуру комітетів із фінансових послуг. Консолідований текст Директиви про допуск до лістинга є в електронній базі даних на сайті європейського законодавства<sup>18</sup>.

2. Директива про проспекти. Діє в редакції Директив від 11 березня 2008 р. та від 24 листопада 2010 р.<sup>19</sup>, а також Директиви про зміни у зв'язку з повноваженнями європейських наглядових агентств. Консолідований текст Директиви про проспекти є в електронній базі даних на сайті європейського законодавства<sup>20</sup>.

3. Регламент Комісії до Директиви про проспекти. Діє в редакції змін від 4 грудня 2006 р., 27 лютого 2007 р. та 12 грудня 2008 р.<sup>21</sup>.

Отже, основними нормативними актами, які діють нині в ЄС і регулюють початкове розкриття інформації про емітента та цінні папери, є Директива про проспекти й ухвалений на її виконання Регламент Комісії до Директиви про проспекти.

Через особливості організації фондового ринку, а також цінних паперів як предмета угоди необхідно захистити інвесторів від різних зловживань. Довіра інвесторів – ключовий елемент фондового ринку. Ось чому система норм, присвячених обмеженню зловживань на ринку цінних паперів, становить ще один найважливіший інститут фондового права ЄС.

<sup>17</sup>European Securities Law / R. Panasar, Ph. Boeckman. N. Y., 2010. P. 11.

<sup>18</sup>URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2001L0034:20070120:EN:PDF>.

<sup>19</sup>Ідеться про Директиву про зміну, Директиву про проспекти та Директиву про прозорість.

<sup>20</sup>URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2003L0071:20080320:EN:PDF>.

<sup>21</sup>URL: Commission Regulation (EC) 1289/2008 of 12 December 2008 amending Commission Regulation (EC) 809/2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards elements related to prospectuses and advertisements.



Нині в ЄС діють такі нормативні акти в цій сфері:

1. Директива про зловживання на ринку, що діє в редакції Директиви 2008/26/ ЄС Європейського парламенту та Ради від 11 березня 2008 р. й Директиви про зміни у зв'язку з повноваженнями європейських наглядових агентств. Консолідований текст Директиви про зловживання на ринку є в електронній базі даних на сайті європейського законодавства<sup>22</sup>.

2. Регламент Комісії про зворотній викуп і стабілізацію.

3. Директива Комісії про визначення інсайдерської інформації.

4. Директива Комісії про інвестиційні рекомендації.

5. Директива Комісії про вжиті ринкові практики.

Отже, в ЄС діють: одна базова (або рамкова, за термінологією Ламфалуссі) директива – Директива про зловживання на ринку, чотири акти делегованого законодавства: три директиви й регламент.

Розглянемо основні положення Директиви про зловживання на ринку.

У преамбулі Директиви констатується, що справжній єдиний ринок фінансових послуг дуже важливий для економічного зростання та створення робочих місць у Співтоваристві (п. 1), а інсайдерська торгівля та маніпулювання перешкоджають прозорості ринку, необхідній для всіх його учасників (п. 15).

Уже згадана Директива вимагає від держав-членів заборонити особам, які мають інсайдерську інформацію (інсайдерам), таке:

1) використовувати таку інформацію шляхом придбання чи продажу або шляхом здійснення спроб придбання чи продажу фінансових інструментів, до яких така інформація належить, власним коштом або коштом третіх осіб, прямо або побічно;

2) розкривати інсайдерську інформацію будь-якій іншій особі, а також рекомендувати іншій особі або спонукати іншу особу придбавати або відчужувати фінансові інструменти, до яких така інформація належить (ст. ст 2 і 3).

Директива Комісії про вжиття ринкових практик, схвалена Комісією на виконання Директиви про зловживання на ринку, містить такий перелік «тісно пов'язаних осіб»:

а) чоловік (дружина) особи, що виконує управлінські обов'язки, або будь-який партнер такої особи, що розглядається національним законом як еквівалент чоловіка (дружини);

б) відповідно до національного закону, залежні діти особи, що виконує управлінські обов'язки;

с) інші родичі особи, що виконує управлінські обов'язки, які живуть у тому ж будинку як мінімум протягом року до дати відповідної операції;

д) будь-яка юридична особа, траст або партнерство, управлінські функції якого виконуються тією ж особою або особами, зазначеними в п. "а", "б", "с", або які прямо або побічно контролюються такою особою, або які засновані на користь такої особи, або чий економічний інтереси значною мірою збігаються з інтересами такої особи.

Державні органи, які поширюють статистичну інформацію, що істотно впливає на фінансові ринки, повинні робити це справедливо та прозоро.

**Висновки.** Отже, можемо резюмувати, що під час дослідження нами було проаналізовано транснаціональні нормативно-правові акти у сфері цінних паперів та фондового ринку. Варто зазначити, що імплементація законодавства Європейського співтовариства має низку проблем на рівні держав-членів ЄС. Об'єднання нормативної діяльності та запровадження наднаціонального законодавства допоможе створити єдині правила роботи на фондовому ринку, що забезпечить можливості уникнення будь-яких зловживань. Україна як європейська країна повинна забезпечити імплементацію всього законодавства ЄС у сфері цінних паперів та створити умови для підвищення захищеності операцій на фондовому ринку.

---

<sup>22</sup>URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2003L0006:20110104:EN:PDF>.



**Список використаних джерел:**

1. Case C-142/08 “Commission of the European Communities v Republic of Poland”.
2. Case C-170/09: Judgment of the Court (Fifth Chamber) of 25 February 2010 – “European Commission v. French Republic”.
3. Case C-71/08. Action brought on 20 February 2008 “Commission of the European Communities v. Czech Republic”.
4. Commission Regulation (EC) 1289/2008 of 12 December 2008 amending Commission Regulation (EC) 809/2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards elements related to prospectuses and advertisements.
5. URL: [Ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/100825-transposition\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/100825-transposition_en.pdf).
6. European Securities Law / R. Panasar, Ph. Boeckman. N. Y., 2010. 1248 p.
7. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/transposition/uk/dl6.2-ml-uk.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/transposition/uk/dl6.2-ml-uk.pdf).
8. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/transposition/ireland/dl6-ml-ie.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/transposition/ireland/dl6-ml-ie.pdf).
9. URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2001L0034:20070120:EN:PDF>.
10. URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2003L0071:20080320:EN:PDF>.
11. URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2003L0006:20110104:EN:PDF>.
12. URL: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/911&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.
13. Judgment of the Court (Fifth Chamber) of 6 October 2009. “Commission of the European Communities v. Kingdom of Belgium”. Case C-6/09. 2009.
14. Judgment of the Court (Seventh Chamber) of 1 October 2009. “Commission of the European Communities v. Kingdom of Spain”. Case C-502/08. 2009.
15. Judgment of the Court (Seventh Chamber) of 11 June 2009. “Commission of the European Communities v. Kingdom of Sweden”. Case C-546/08. 2009.
16. Judgment of the Court (Sixth Chamber) of 19 May 2009. “Commission of the European Communities v. Ireland”. 2009.
17. Judgment of the Court of 8 April 1976, Jean Noel Royer, Case 48/75.
18. The Role of CESR at “Level 3” under the Lamfalussy process, Consultation paper, April 2004, Ref. CESR/04-104. P. 4. URL: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=1994>.
19. Глотова С. Директивы Европейского сообщества: дисс. ... канд. юрид. наук. М., 1999. 195 с.
20. Шеленкова Н. Современные правовые проблемы европейской интеграции: дисс. ... докт. юрид. наук: 12.00.10. М., 2005.

