

## НЕКОТОРЫЕ ПРОБЛЕМЫ ОБРАЩЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА

Н. АКИНФIEВА,

старший преподаватель юридического факультета Славянского университета Республики Молдова, магистр права, аспирант УНИД Белгородского государственного университета

### SUMMARY

В представленной статье речь идет о некоторых проблемах обращения ценных бумаг в странах Европейского союза.

*Глобализация современной хозяйственной деятельности и экономического развития диктует свои требования, количественные и качественные параметры организации экономических отношений современного общества. Необходимость соответствовать вызовам современной мировой экономики требует от государств создания такого инвестиционного климата, который благоприятствовал бы привлечению инвестиций в экономику.*

Инвестиционный климат наряду с политической, законодательной стабильностью, экономически обоснованной налоговой политикой, предполагает также включение экономики в мировые хозяйственные коммуникации, развитие комплексной инфраструктуры рынка ценных бумаг. В этой связи, одним из важнейших направлений государственной политики в области финансово рынка является формирование соответствующих условий для инвестиционной деятельности на рынке капитала и рынке ценных бумаг, как таковом.

Для обеспечения развития своей экономики государства принимают меры, которые соответствуют поставленным целям и сферам развития, и одними из них являются меры по развитию рынка капитала. Страны Европейского союза, объединившие свои усилия в области создания единого экономического пространства и дальнейшего экономического развития в рамках нового интеграционного образования, в этой сфере предпринимают попытки

организации единого европейского пространства в области финансового рынка и организации единой системы учета ценных бумаг, обращающихся на организованном рынке.

Принимая во внимание успехи, достигнутые Европейским союзом в вопросе интеграционного регулирования и его роль в общеевропейском регионе, опыт правового регулирования рынка ценных бумаг и оборота ценных бумаг, накопленный Европейским союзом, представляет несомненный интерес. Проект Закона о рынке капитала, разработанный национальной комиссией по финансовому рынку и представленный на рассмотрение в Парламент Республики Молдова в ноябре 2011 года – попытка учесть европейский опыт в данной сфере. Таким образом, изучение структуры рынка ценных бумаг Европейского союза, его институтов и правового регулирования является важной практической и теоретической задачей.

Развитие рынка ценных бумаг Европейского союза обеспечивается

формированием его инфраструктуры, которая обеспечивает: аккумуляцию и концентрацию средств населения и предприятия; привлечение инвестиций в экономику страны; согласование имущественных интересов страны, институциональных и индивидуальных инвесторов в процессе обращения ценных бумаг; оборот ценных бумаг и взаимных расчетов по ним; интеграцию страны в мировую экономику за счет внедрения общих принципов функционирования рынка ценных бумаг.

В свою очередь, инфраструктура рынка ценных бумаг, наряду с системой заключения сделок и системой их исполнения, включает систему учета прав собственности на ценные бумаги. Именно система учета прав собственности на ценные бумаги в процессе их обращения формирует саму структуру рынка ценных бумаг и систему гарантий прав собственности на ценные бумаги и интересов инвесторов.

В связи с этим, в данной области и возникает наибольшее количество вопросов. Они из них связаны с самой возможностью создания единых стандартов и системы учета ценных бумаг на всем пространстве Европейского союза. Современное развитие рынков ценных бумаг предъявляет все более жесткие требования к оборотности ценных бумаг. Новые информационные технологии привели к созданию новых техно-



логий и на рынке ценных бумаг. Технический прогресс оказался фактором, который стимулировал развитие централизованных компьютерных систем. Он обеспечил выпуск и обращение ценных бумаг в форме электронных записей и повысил эффективность расчетов. Фактически начинается интернационализация рынков капиталов, которая сопровождается реформированием национальных рынков и их приспособлением к глобальным системам ценообразования и обращения ценных бумаг.

Другой проблемой является задача гармонизации законодательства стран-участниц, которые зачастую по-разному регулируют вопросы содержания права собственности на ценные бумаги, порядок их эмиссии, права компаний при эмиссии и дальнейшем обращении ценных бумаг. Специфика национальных рынков ценных бумаг, иногда даже принципиальное отличие законодательства относительно обращения ценных бумаг одной страны от другой значительно усложняли решение этой проблемы. Обычай и практика деятельности местных рынков значительно отличались, что запутывало и сбивало как национальных, так и иностранных участников.

Быстрое развитие бизнеса с ценными бумагами в свою очередь усложняло положение относительно требований по соответствию международной идентификации финансовых инструментов. Таким образом, с увеличением международной торговли особую важность приобрело выполнение требования относительно стандартизации всех видов деятельности на рынке ценных бумаг и в особенности в области организации оборота ценных бумаг и учета прав собственности на них.

В силу важности данной задачи, вопросы стандартизации рынка ценных бумаг в области учета прав собственности и идентификации ценных бумаг как таковых, является предметом регулирования не только и не столько на уровне участников рынка ценных

бумаг, сколько в первую очередь предметом регулирования наднациональных институтов Европейского союза, и их взаимодействия с международными организациями в данной области.

Так, к органам и институтам Европейского союза, обладающим полномочиями в области регулирования рынка ценных бумаг, относятся: Европейский парламент, Совет Европейского союза, Европейская комиссия, Суд и Европейская организация по ценным бумагам и рынкам (*European Securities and Market Authority — ESMA*). Европейская организация по ценным бумагам и рынкам была создана и функционирует в соответствии с Регламентом Европейского парламента и Совета N 1095, принятом в 2010 году [1]. Она является одной из весьма многочисленных профильных организаций, за которой закрепляются широкие полномочия в сфере регулирования и контроля, который иногда носит даже прямой характер по отношению не к национальным органам власти, а именно по отношению к национальным профессиональным участникам рынка.

В сфере международного сотрудничества следует отметить органы наднационального характера, не являющиеся регуляторами в полном смысле слова, — это, в частности, IOSCO [2], объединяющее регуляторов фондовых рынков более 100 государств (90% мировых рынков ценных бумаг). В числе организаций, вовлеченных в разработку стандартов и правил на рынке финансовых услуг, следует также назвать Банк международных расчетов, Международную ассоциацию по свопам и производным инструментам, Международную Ассоциацию по рынку ценных бумаг [3].

Результатом реализации на международном уровне цели стандартизации рынка ценных бумаг с возможностью применения новых информационных технологий стал толчок к развитию депозитарной деятельности, как системной функции рыноч-

ной инфраструктуры в области исполнения сделок и учета прав собственности на ценные бумаги. Данная тенденция получила свое развитие в докладах Группы 30-ти и Базельского банковского комитета, в рекомендациях международной организации IOSCO, стандартах ISO, директивах ЕС и в других документах. В результате этого более чем в 100 странах мира появились полно функционирующие Центральные депозитарии, которые стали основой обращения “электронных ценных бумаг” и предоставили дополнительный толчок для развития рынка капитала. В Европейском союзе эта тенденция вызвала появление новых платежных и фондовых систем.

Главным фактором для развития идеи Центральные депозитариев стали рекомендации Группы 30-ти о Клиринге и расчетной системе мировых рынков ценных бумаг, опубликованные в 1989 г. В докладе отмечалось, что “каждая страна должна иметь развитый и эффективно функционирующий Центральный депозитарий ценных бумаг, организация и управление которого оказывали бы содействие привлечению большего числа участников”.

Депозитарная и расчетно-клиринговая деятельность в последние десятилетия стала одним из ведущих видов профессиональной деятельности на европейском рынке ценных бумаг. Эта деятельность обеспечивает фундамент рынка ценных бумаг. В значительной мере процедуры учета, клиринга и расчетов определяют действенность и эффективность фондового рынка и помогают обеспечить целостность рынка, снизить уровень риска и сэкономить значительные средства.

В своей деятельности центральный депозитарий ориентируется на: дематериализацию ценных бумаг; развитие услуг кредитования / залога ценных бумаг; расширение круга ценных бумаг / инструментов, которые берутся на обслуживание; внедрение международных опера-



ций; создание методологических основ стабильности и снижения рисков на фондовом рынке, привлечение иностранных инвестиций; повышение ликвидности / оборотности рынка; развитие информационно - технологических систем. Все больше возрастает роль Центрального депозитария в международных расчетах и клиринге.

Таким образом, в Европейском союзе сложилась довольно таки единообразная система центральных депозитариев, которые решают задачу организации единой системы учета прав на ценные бумаги, находящиеся в обращении на организованном рынке. Следующей задачей, которую сегодня решают власти Европейского союза, является задача создания единого информационного центра, который будет аккумулировать всю информацию о ценных бумагах, допущенных к обращению на организованных рынках стран-участниц Европейского союза, ценах на эти ценные бумаги, объемах операций с ценными бумагами.

Данная система должна способствовать реализации принципов прозрачности рынка и исполнения поручений инвесторов на покупку и продажу ценных бумаг на наилучших для них условиях. Указанные принципы закреплены в Директиве Совета Европейского союза от 21 апреля 2004 г. 2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» (MiFID) [4].

Все больше возрастающая роль системы центральных депозитариев ставит перед ними и другие задачи, которые хоть и находятся за пределами рынка ценных бумаг как такового, тем не менее непосредственным образом влияющих на его. Речь идет об обеспечении сохранности данных о ценных бумагах и их владельцев, предотвращение манипуляции информацией о ценных бумагах, соблюдение конфиденциальности информации и собственниках ценных бумаг и т. д.

Данная проблема особо остро встает в странах-участницах, недавно присоединившихся к Евро-

пейскому союзу, где все еще идет процесс становления рыночных отношений и демократии.

Современной тенденцией решения обозначенных проблем является усиление роли государственных и наднациональных надзорных органов Европейского союза в регулировании депозитарной деятельности. Также важно отметить, что и за депозитариями часто закрепляются функции надзора и контроля за участниками депозитарной системы, что позволяет говорить о них, в некоторых случаях, как о структурах, частично наделённых публично-правовыми полномочиями.

Другой не менее сложной сферой приложения усилий по гармонизации рынка ценных бумаг Европейского союза является сфера гармонизации законодательства стран-участниц, регулирующего рынок ценных бумаг. В этой сфере особое место отводится рекомендательным нормам Европейского союза, которые принимаются совместно Парламентом и Комиссией Европейского союза. Ключевое место в этой области отводится Директиве Совета Европейского союза от 21 апреля 2004 г. 2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» (MiFID).

В ноябре 2007 г. Директива ЕС № 2004/39/ЕС (MiFID) вступила в силу. Прошедшие четыре года показали, что поставленная задача объединения европейских рынков в единое пространство и создание единых правил квалификации финансовых инструментов и ценных бумаг оказалось не такой простой. В плане работы Комиссии Европейского союза на 2011-2012 год назначена работа по подведению итогов внедрения директивы в национальное законодательство стран-участниц, оценке результатов, и, возможно, принятие нового документа в данной области.

В целом значение директивы состоит в том, что она вводит в действие понятие «единый рынок» и «регуляторный режим для финансовых услуг» в рамках Евросоюза. Она ставит целью

обеспечение возможности для участников рынка свободно взаимодействовать с контрагентами в других странах Евросоюза в те же сроки и на тех же условиях, что и в своей стране. Основными областями применения MiFID, являются:

Деятельность бирж (регулируемых рынков) и других не регулируемых в настоящее время торговых институтов;

Установление требований пред- и постторговой прозрачности для сделок с ценными бумагами;

Расширение диапазона инвестиционных услуг и продуктов, требующих авторизации;

Обеспечение возможности выдачи «паспорта» инвестиционным компаниям, предварительно получившим авторизацию от национальных регуляторов, дающего возможность осуществлять международную деятельность через открытие филиалов в других странах-участницах, тем самым предлагая международные услуги для более широкого круга сделок [5].

В рамках новой директивы происходит закрепление ключевых понятий рынка ценных бумаг. Среди них в первую очередь необходимо отметить такие понятия как: «(передаваемые) ценные бумаги» (transferable securities), включая акции и депозитарные расписки на акции; облигации и другие долговые ценные бумаги, в том числе депозитарные расписки на облигации; другие ценные бумаги, дающие право на приобретение или продажу ценных бумаг. В свою очередь понятие «инструменты денежного рынка» (money-market instruments) включает в себя краткосрочные (до 1 года) финансовые инструменты, такие как казначейские векселя, депозитные сертификаты, коммерческие бумаги, другие платежные инструменты. Введенное Директивой понятие «финансовый инструмент» (financial instrument) включает в себя не только ценные бумаги и инструменты денежного рынка, но и инструменты институтов коллективного инвестиро-



вания, расчетные и поставочные производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы, СВОП, форварды) с различными базовыми активами.

По объекту регулирования MiFID распространяет свое действие на все инструментальные сегменты рынка: акции, облигации, производные финансовые инструменты, рынок коллективных инвестиций.

Среди мер по защите интересов инвесторов необходимо отметить тот факт, что Директивой установлены единые требования к раскрытию информации на рынке ценных бумаг, хранению информации о сделках, требования к отчетности профессиональных участников рынка и др. Дополнительно к этому, MiFID устанавливает важные положения о защите клиентов: обязанность проводить оценку «адекватности» клиента (опыт, знания, финансовое положение), а также правило «наилучшего исполнения» — брокер, получив заявку клиента, обязан исполнить ее наилучшим способом и в течение определенного времени (от 3 до 5 лет) хранить соответствующую информацию. Однако необходимо обратить внимание на то, что критерии «наилучшего исполнения» в Директиве отсутствуют.

Также в целях защиты инвесторов Директивой установлены строгие требования к отчетности и ведению внутреннего контроля инвестиционных фирм, т. е. предоставление отчетов по сделкам должно осуществляться практически немедленно — не позднее окончания рабочего дня, следующего за днем совершения сделки. Минимальный срок хранения информации — 5 лет. Каждое государство — член Европейского союза обязано вести реестр инвестиционных фирм и предоставлять соответствующую информацию другим странам — членам Европейского союза.

По мнению участников рынка и экспертов, принятие и вступление в силу MiFID стало дополнительным толчком к консолидации европейского рынка

ценных бумаг, активизировало процессы его взаимодействия, включая объединение институтов и инфраструктуры (биржи, расчетные системы). Помимо этого, благодаря росту конкуренции и повышению «технологичности» торговли, отмечается снижение комиссионных и иных биржевых сборов.

Необходимо отметить, что MiFID рассматривает вопросы осуществление контроля и надзора лишь в отношении профессиональной деятельности участников рынка. Иные вопросы, в частности контроль над эмитентами ценных бумаг, борьба с рыночными злоупотреблениями и недобросовестными практиками на рынке ценных бумаг, рассредоточены по отдельным направлениям регулирования в различных директивах.

С точки зрения анализа перспектив внедрения MiFID в практику функционирования рынков ценных бумаг стран Европейского союза необходимо отметить, что по замыслу разработчиков она должна существенно снизить долю протекционизма на национальных рынках, сделать границы рынков ценных бумаг стран-участниц Европейского союза более прозрачными, снять барьеры на пути движения инвестиций. Положения директивы отменяют ряд местных ограничений. Так, сняты ограничения на операции с деривативами во Франции, Испании и Италии, тогда как ранее местные биржи имели монополию на организацию таких торгов.

Таким образом, анализирую систему организации оборота ценных бумаг и учета права собственности на них, можно говорить, что в Европейском союзе, несмотря на все объективные и субъективные трудности, обретает свои окончательные формы единая система регулирования рынка ценных бумаг. Она представлена:

– масштабными рекомендациями странам-участницам по унификации своего внутренне-го законодательства с учетом

общеевропейских тенденций в области квалификации финансовых инструментов и ценных бумаг;

– общей тенденцией усиления роли наднациональных органов Европейского союза в вопросе прямого регулирования деятельности участников рынка ценных бумаг;

– попыткой создания единой системы учета информации о ценных бумагах, допущенных к обращению на организованном рынке, информации о ценах на эти ценные бумаги и, что особо важно, о собственниках на них.

### Литература:

1. Кашкин С.Ю., Четвериков А.О., Калинин П.А. и др. Право Европейского Союза: учебное пособие (отв. ред. С.Ю. Кашкин). - 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Проспект, 2011г.

2. Сапожников О. Европа объединяет рынки капитала // Газета «Коммерсантъ», 3 226 (4281) от 03.12.2009г.

3. REGULATION (EU) No 1095/2010 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC // OJ L 331/84 EN Official Journal of the European Union 15.12.2010.

4. 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, OJ L 145, Official Journal of the European Union 30.4.2004. P. 1–44.

5. Меньшикова А. Регулирование рынка ценных бумаг в ЕС – возможность использования подходов // Журнал «Рынок ценных бумаг» 2009г. – №9/10.

6. Майзенберг Ф., Гусева М.,



Рекомендации международных организаций по модернизации депозитарной деятельности // Журнал «Рынок ценных бумаг» 2006г. – № 1 (35).

#### Список сносок:

1. REGULATION (EU) No 1095/2010 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC// L 331/84 EN Official Journal of the European Union 15.12.2010.

2. Международная организация регуляторов рынка ценных бумаг (International Organization of Securities Commissions), далее — IOSCO.

3. Меньшикова А. Регулирование рынка ценных бумаг в ЕС - возможность использования подходов // Журнал Рынок ценных бумаг № 5, Май 2009 год

4. 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, OJ L 145, 30.4.2004. P.

5. Майзенберг Ф., Гусева М., Рекомендации международных организаций по модернизации депозитарной деятельности // РЦБ. – 2006. – № 1 (35).

## КРИМІНАЛІСТИЧНИЙ АНАЛІЗ ЕКОНОМІЧНИХ ЗЛОЧИНІВ

П. ЧЕБЕРЯК,  
суддя Господарського суду м. Києва, магістр права

#### SUMMARY

The criminalistics aspects of economic crimes which are accomplished systematic open up in the article, including within the limits of legal economic activity.

\*\*\*

В статті розкриваються криміналістическі аспекти економічних преступлений, которые совершаются систематически, в том числе в пределах легальной хозяйственной деятельности.

*Постановка проблеми. Криміногенна ситуація в Україні залишається складною і напруженою і це впливає не лише з показників статистики, а й з конкретних фактів, що характеризують як кількісні, так і якісні аспекти цієї обстановки, свідчать про тенденції її розвитку, підкреслюють гостроту і загрозу, яку вона несе нашому суспільству, кожному законослухняному громадянину. Такими тенденціями є: інтеграція злочинних елементів, їх об'єднання у кримінальні угруповання різного рівню організованості й розвитку, підвищення ступеню організованої злочинності, проникнення злочинних формувань у різні сфери економіки, виникнення транснаціональних зв'язків між кримінальними угрупованнями з корумпованими чиновниками державного апарату і, що особливо небезпечно, із співробітниками правоохоронних відомств. Переважну більшість економічних злочинів в Україні здійснюють представники середньої та вищої ланки. Про це свідчать дані PricewaterhouseCoopers з Всесвітнього огляду економічних злочинів в 2011 році. Згідно з опитуванням, в Україні за 2011 рік 40 відсотків посадових економічних злочинів припало на вище керівництво, 40 відсотків – на керівників середньої ланки. Загалом від економічних злочинів фінансові збитки в Україні у 2011 році становлять 5 млн. 100 тисяч доларів США [1]. Незаконне привласнення майна є найбільш поширеною формою економічних злочинів в Україні (73% в 2011 році у порівнянні з 59% у 2009 році). Серед інших видів шахрайських дій основною проблемою для українських компаній є хабарництво та корупція (60%), маніпуляції з фінансовою звітністю (30%) та недобрросівісна конкуренція (23%), яка стає зростаючою загрозою, враховуючи триразове збільшення кількості зареєстрованих випадків у порівнянні з 2009 роком.*

**Р**ізка загострення проблеми боротьби, в числі інших, з економічною злочинністю ставить перед наукою криміналістикою і правозастосовчою практикою низку нових завдань. Розв'язання цих завдань

часто потребує нетрадиційних підходів, оскільки багато які з відомих раніше методик стали на цей час мало ефективними. Водночас основоположним залишається принцип боротьби із злочинністю, зокрема, й еконо-