

ЄВРОПЕЙСЬКЕ ПРИВАТНЕ ПРАВО

ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У РАМКАХ ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ



О. ВИГОВСЬКИЙ

*доктор юридичних наук,
доцент кафедри міжнародного приватного права
Інституту міжнародних відносин
(Київський національний університет
імені Тараса Шевченка), адвокат*

Інтенсивний розвиток ринку цінних паперів у країнах європейського простору виступає важливим фактором активізації нормотворчої діяльності з метою забезпечення формування правової основи інтеграції національних фондових ринків. Транскордонні масштаби здійснення операцій із цінними паперами вимагають усунення внутрішніх бар'єрів у сфері їх розміщення та надання пов'язаних із цим професійних послуг. Повільний процес вироблення уніфікованих матеріально-правових та колізійних норм на фоні існуючих розбіжностей у сфері регулювання випуску та обігу цінних паперів у національних правових системах є однією із головних перешкод на шляху до створення інтегрованого загальноєвропейського ринку цінних паперів.

Слід зауважити, що навіть на сучасному етапі законодавства європейських держав у цій сфері ще далекі від бажаного рівня уніфікації. Зокрема, різні юрисдикції по-різному регулюють питання кваліфікації розміщення цінних паперів як публічного або приватного. Так, відповідно до ст. 1 Королівського декрету Бельгії від 9 січня 1991 р., пропозиція є публічною, якщо, зокрема, її адресатами є більш ніж 50 осіб [1, 164]; французьке законодавство розглядає як приватну таку пропозицію, яка адресована винятково професійним інвесторам, кількість яких не перевищує 300 [2, 129]. Разом із тим, скажімо, ст. 18-ter Закону Італії № 216/1974

© О. Виговський, 2013

взагалі не згадує про такий критерій, як кількісний склад адресатів пропозиції, вказуючи лише на спосіб розміщення як критерій кваліфікації пропозиції в якості публічної [3, 11]; у ст. 102В (1) Закону Великої Британії «Про фінансові послуги та ринки» в редакції 2000 р. кваліфікуючою ознакою публічної пропозиції цінних паперів виступає інформація про цінні папери та умови їх пропозиції, що надає можливість інвестору прийняти рішення про придбання чи підписку на такі цінні папери. У національних законодавствах також по-різному визначається відповідальність емітента за недотримання вимог стосовно розкриття інформації на фондовому ринку, встановлюються відмінні умови визнання емісії недобросовісною і критерії захисту прав приватних інвесторів. Очевидно, що все це породжує потребу в прискоренні процесів гармонізації національних законодавств на регіональному рівні.

У рамках цієї статті предметом нашого аналізу виступатиме нормативний інструментарій Європейського Союзу (далі — ЄС), спрямований на регулювання відносин у сфері випуску та розміщення цінних паперів. Метою нашого дослідження є виокремлення основних результатів гармонізаційних процесів у межах ЄС, досягнутих в останні десятиліття і 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 у рамках ЄС утворюють як спеціальні нормативні акти, що регулюють окремі аспекти у сфері обігу цінних паперів (наприклад, Директива 2003/6/ЄС Європейського парламенту і Ради від 28 січня 2003 р. про інсайдерські операції і маніпулювання ринком (зловживаннях на ринку) [4]), так і комплексні нормативні акти, що належать, як правило, до сфери регулювання надання фінансових послуг і здійснення інвестиційної діяльності і містять положення щодо тих чи інших аспектів діяльності на ринку цінних паперів (наприклад, Директива 2004/39/ЄС Європейського парламенту і Ради від 21 квітня 2004 р. про ринки фінансових інструментів [5] (далі — «Директива про фінансові ринки»)). Крім цього, серед директив, розроблених на підставі так званого «підходу Ламфалуссі» (англ. *Lamfalussy Approach*), прийнято виокремлювати «директиви першого рівня», які закладають основоположні принципи регулювання у цій сфері, і «директиви другого рівня», котрі передбачають заходи, спрямовані на втілення в життя таких принципів. До першої категорії, окрім вказаних, відносять Директиву 2003/71/ЄС Європейського парламенту і Ради від 4 листопада 2003 р. про проспект, що підлягає публікації при публічній пропозиції цінних паперів або їх допуску до торгів [6] (далі — «Директива про проспект емісії»), і Директиву 2004/109/ЄС Європейського парламенту і Ради від 15 грудня 2004 р. про гармонізацію вимог прозорості стосовно інформації щодо емітентів, чий цінні папери допущені до торгів на організованому ринку [7] (далі — «Директива про розкриття інформації»).

Як зазначають бельгійські вчені Ф. Ламбрехт і Д. Хальян, враховуючи розбіжності в стандартах і звичаях у державах-учасниках, директиви ЄС у сфері регу-

лювання цінних паперів швидше замінили, ніж доповнили чинні національні нормативні приписи стосовно мінімальних обов'язків емітентів і торговців [8, 253]. Слід зазначити, що в ЄС відсутня система уніфікованих правових норм, які б застосовувалися до правочинів, що здійснюються 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 у країнах ЄС може бути використаний, зокрема, при формуванні моделі регулювання й інших інтегрованих регіональних та міжнародних фондових ринків.

Одним із ключових аспектів системи правового регулювання випуску і обігу цінних паперів у країнах ЄС є принцип взаємного визнання (англ. *mutual recognition principle*), зафіксований у низці нормативних документів ЄС. Так, згідно з ч. 1 ст. 17 Директиви про проспект емісії, проспект, схвалений у державі його походження (англ. *home Member State*), вважатиметься законною підставою для проведення публічного розміщення або допуску до торгів в будь-якій іншій державі-учасниці, де здійснюватиметься така діяльність (англ. *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 із проектом проспекту емісії, шляхом надання компетентному органу держави місця здійснення розміщення або проведення торгів свідоцтва про схвалення проспекту (англ. *certificate of approval*), який підтверджує, що проспект був складений відповідно до цієї Директиви (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, яка 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 травня 2001 р. стосовно допуску цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і стосовно інформації, що підлягає публікації про такі цінні папери [9], згідно з ч. 1 якої інформаційний меморандум, що надається для проходження процедури лістингу (англ. *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 необ-

хідності отримання схвалення компетентних органів цих держав. Проте такі органи можуть вимагати, щоб цей документ містив інформацію, характерну для ринку держави допуску, зокрема, стосовно оподаткування, діяльності фінансових організацій як платіжних агентів для емітента у цій державі, а також щодо способів публікації повідомлень для інвесторів. Також, як і у випадку з проспектом емісії, при схваленні інформаційного меморандуму компетентний орган повинен надавати органам інших держав-учасниць, у яких подається заява про проходження офіційного лістингу, свідоцтво про схвалення такого меморандуму.

Слід зазначити, що принцип взаємного визнання в тому вигляді, в якому він відтворений у 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...» [1, 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 винятково за принципом взаємного визнання, який запроваджений наднаціональним законодавством ЄС, отримують визнання у будь-якій іншій державі-учасниці. Іноземне право як таке у цьому випадку не застосовується; рішення іноземного державного органу про схвалення проспекту емісії або лістингового меморандуму надається юридична сила на території іншої держави винятково в силу факту ідентичності базових стандартів, які існують для подібних документів у всіх державах-учасниках, 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 підлягають публічному розміщенню, та основні параметри випуску. Спеціальним правовим актом у цій сфері є Директива про розкриття інформації. Згідно із ст. 4 цієї Директиви, емітент має оприлюднити 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 оприлюднення 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 у цій Директиві, а держава місця розміщення цінних паперів — ні (ст. 3).

Цей принцип відображений і в практиці Суду ЄС. Так, у рішенні у справі *Alpine Investments B.V. v. Minister Van Financien* [10] зазначалося, що законодавство «держави перебування» поширюється на іноземного емітента, однак, при цьому засоби регулятивного впливу на такого емітента не повинні мати дискримінаційний характер і не повинні обмежувати свободу надання послуг у цій державі.

Важливу роль у цьому контексті відіграє концепція пруденціального контролю, яка охоплює механізми надання дозволу і здійснення контролю за емітентами і 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 усередині країни, так і за її межами, а також встановлює стандартизовані вимоги стосовно здійснення такого розміщення. Державою місцезнаходження, як правило, визнається держава, в якій розміщується зареєстрований або головний офіс відповідної юридичної особи, або, для емітентів, зареєстрованих у державі, яка не є учасницею ЄС, та держава-учасниця, де цінні папери планується розміщувати або де подається перша заявка на допуск до торгів на організованому ринку (див., наприклад, п. м 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 стосовно його діяльності (див., наприклад, ст. 16 Директиви про фінансові ринки стосовно інвестиційних фірм). У цьому випадку принцип взаємного визнання ґрунтується на загальних мінімальних ліцензійних вимогах, що існують у всіх державах — учасницях ЄС.

Згадані 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 із них, завдяки чому знижуються фінансові й адміністративні витрати, пов'язані із наданням таких послуг в рамках єдиного європейського фінансового простору, і водночас забезпечується високий рівень захисту інвесторів. Поряд із «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.

Підсумовуючи цей короткий огляд нормативного інструментарію ЄС у сфері регулювання первинного розміщення цінних паперів, слід зазначити, що основними результатами процесів гармонізації законодавств європейських держав у сфері правового регулювання розміщення цінних паперів стали:

- впровадження «єдиного паспорта» емітента й 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» і «держави перебування»;
- уніфікація порядку розкриття емітентами інформації відповідно до загальноновизнаних міжнародних стандартів;
- впровадження спрощеної процедури розміщення цінних паперів емітентів, цінні папери яких уже 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, доцільним було б запровадження на міждержавному рівні єдиних стандартів розкриття інформації іноземними емітентами, дотримання яких підтверджувалося б видачею спеціального документа органами держави походження емітента встановленого зразка. Це був би своєрідний «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 та поглиблення інтеграційних процесів на міжнародних фондових ринках.

Визначальними факторами, які за останні десятиліття докорінно змінили способи володіння та передачі емісійних цінних паперів, стали імобілізація та дематеріалізація цінних паперів і, як наслідок, — перехід до принципово нової системи володіння цінними паперами. Безпосереднє володіння (англ. *direct holding*) цінними паперами, для якого характерна наявність прямих зв'язків між власником цінного папера та емітентом (при цьому ім'я власника як уповноваженої особи безпосередньо вказується у сертифікаті чи в системі реєстру власників іменних цінних паперів), поступається місцем системі опосередкованого, у тому числі багаторівневого, володіння цінними паперами (англ. *indirect (multi-tiered) holding system*), у якій між інвестором та емітентом виступає третя (четверта, п'ята тощо) особа — посередник (зберігач, депозитарій), який здійснює облік прав на цінні папери.

Найбільш адекватними правовідносинами, що виникають у рамках такої системи, нині визнається підхід, який умовно йменується *PRIMA*, що є аббревіатурою англійського словосполучення «*the Place of the Relevant Intermediary Approach*» («підхід, що ґрунтується на місцезнаходженні відповідного посередника»). Ключовим моментом цього підходу є локалізація цінних паперів за місцезнаходженням рахунка, на якому обліковуються права на цінні папери, або за місцезнаходженням посередника. Підхід *PRIMA* є універсальним для всіх способів обліку та зберігання цінних паперів (як відокремленого, так і колективного) та не пов'язаний із кваліфікацією прав власника щодо таких цінних паперів.

Широке розповсюдження транскордонних операцій із цінними паперами в системі опосередкованого володіння обумовило необхідність розробки відповідної нормативної бази, насамперед у державах із розвиненим фондовим ринком. Виникла потреба у визначенні концептуального базису такої правотворчої діяльності, зокрема, в сфері колізійно-правового регулювання. З огляду на вказані переваги саме підхід *PRIMA*, безпосередньо чи опосередковано, був взятий на озброєння законодавцями багатьох держав світу.

Розглянемо, яким чином підхід *PRIMA* був використаний у нормотворчому процесі в рамках ЄС. Першим кроком у напрямі його законодавчого закріплення на регіональному рівні стала Директива 98/26/ЄС Європейського парламенту та Ради від 19 травня 1998 р. щодо остаточності розрахунків у платіжних системах та системах розрахунків за цінними паперами (далі — *Директива про розрахунки за цінними паперами*) [11], норми якої спрямовані на регулювання окремих аспектів системи опосередкованого володіння цінними паперами. Частина 2 ст. 9 цієї Директиви містить колізійну норму, що стосується цінних паперів, які є предметом забезпечення. Вона передбачає, що у випадку, коли цінні папери (включаючи права на цінні папери) надаються як майнове забезпечення учасникам та/або центральним банкам держав — учасниць ЄС, і їх право (або право будь-якого номінального утримувача, агента або третьої сторони, що діє від їх імені) щодо цінних паперів фіксується в реєстрі, на рахунку або в централізованій депозитарній системі, що розміщується в державі-учасниці, визначення прав таких осіб як заставодержателів стосовно цих цінних паперів буде регулюватися законодавством такої держави — учасниці ЄС.

Оскільки обтяження правом застави цінних паперів, що обліковуються в системі опосередкованого володіння, завжди фіксується у відповідного посередника, то цю колізійну норму при її поверхневому аналізі прийнято розглядати як окремий випадок утілення підходу *PRIMA* [12, 230]. Проте, на наш погляд, більш поглиблене її вивчення дає інші результати. По-перше, локалізуючим фактором у цій нормі виступає місцезнаходження реєстру, рахунка в цінних паперах або центрального депозитарію: обтяження правом застави може бути зафіксоване у будь-якому із цих місць, а не лише у «найближчого посередника» заставодержателя (посилання на «місцезнаходження реєстру» дає нам підстави вважати, що автори Директиви не відмовляються повністю і від принципу *lex situs*). Можлива також ситуація укладення тристороннього договору між заставодавцем, заставодержателем та посередником заставодавця, згідно з яким посередник блокує обтяжені цінні папери на рахунку та погоджується виконувати розпорядження заставодержателя без додаткової згоди з боку заставодавця. Крім того, в ролі заставодержателя може виступати і сам посередник заставодавця (тоді цінні папери зараховуватимуться на спеціальний заставний рахунок посередника). В усіх цих випадках говорити про застосування підходу *PRIMA* як права держави посередника заставодержателя недоречно. По-друге, місцезнаходження посередника не слід ототожнювати із місцезнаходженням рахунка: можлива ситуація, коли комп'ютерна система розташована в іншій юрисдикції, ніж головний офіс чи філія посередника.

Із наведеного можна зробити висновок, що хоча в окремих випадках застосування правила ч. 2 ст. 9 Директиви про розрахунки за цінними паперами і може привести до аналогічного результату, що й застосування підходу *PRIMA*, однак говорити про їх тотожність у нас немає належних підстав: навіть якщо обтяжені цінні папери й зараховуються на рахунок заставодержателя у його посередника з наступним блокуванням, то колізійне правило щодо застосування права місця фіксації обтяження може визначити як застосовне зовсім інше право, ніж право місцезнаходження посередника заставодержателя. І навіть якщо обидва колізійні правила вкажуть на одне й те саме застосовне право, концептуальна основа такого вибору буде різною: принцип *PRIMA* обумовить його застосування як права, обраного сторонами договору про ведення рахунка, а Директива — як права держави місця здійснення технологічної операції (фіксації обтяження) у відповідній системі обліку.

Наступним нормативним документом ЄС, у якому вирішуються подібні питання, стала Директива 2001/24/ЄС Європейського парламенту та Ради від 4 квітня 2001 р. про реорганізацію та ліквідацію кредитних установ (далі — *Директива про ліквідацію кредитних установ*) [13]. У ст. 24 цієї Директиви вказується, що реалізація речових прав на інструменти, існування чи передача яких передбачає їх фіксацію в реєстрі, на рахунок або в централізованій депозитарній системі, що ведеться або розташована в державі-учасниці, має регулюватися правом тієї держави-учасниці, де розміщується чи ведеться реєстр, рахунок або централізована депозитарна система, у якій зафіксовано ці права.

На перший погляд, ця норма тотожна проаналізованому вище положенню ч. 2 ст. 9 Директиви про розрахунки за цінними паперами. Однак більш ретельний аналіз дозволяє встановити істотні розбіжності між ними. По-перше, сфера застосування ст. 24 Директиви про ліквідацію кредитних установ не обмежується винятково забезпечувальними правами на цінні папери; вона застосовується до будь-яких цінних паперів, що обліковуються в системі реєстру чи в депозитарній системі. З іншого боку, вона застосовується після того, як було розпочато процедуру неспроможності щодо кредитної установи. По-друге, застосування цієї норми, на наш погляд, призведе до обрання права місцезнаходження рахунка (посередника) відчужувача (заставадавця) цінних паперів, а не заставодержателя: на таку думку нас наводить ст. 31 цієї Директиви, де йдеться про те, що дійсність акта розпорядження кредитною установою такими інструментами або правами на них має регулюватися, зокрема, правом держави місцезнаходження рахунка, на якому обліковується такий актив, а не держави його «місця призначення». На нашу думку, аналогічна позиція простежується і в ст. 24, хоча й більш латентно.

Директива 2002/47/ЄС Європейського парламенту і Ради від 6 червня 2002 р. стосовно механізмів застосування фінансової застави (далі — *Директива про фінансову заставу*) [14] доповнює положення Директиви про розрахунки за цінними паперами та розширює сферу застосування ч. 2 ст. 9. Відповідно до ч. 1 ст. 9 Директиви про фінансову заставу будь-яке питання, що виникає стосовно застави бездокументарних цінних паперів, має регулюва-

тися законом держави, у якій ведеться відповідний рахунок. Частина 2 ст. 9 цієї Директиви окреслює коло питань, які підпадають під сферу застосування колізійної норми ч. 1 ст. 9. Це, зокрема, питання правової природи та речово-правових наслідків застави бездокументарних цінних паперів, вимоги щодо оформлення договору фінансової застави, можливість оспорювання заставного права особи на такі цінні папери іншою особою, питання встановлення факту добросовісного набуття, а також способи реалізації заставлених бездокументарних цінних паперів після виникнення підстави для звернення на них стягнення.

Положення цієї статті є одночасно і вужчими, і ширшими за сферою дії, ніж ст. 9 Директиви про розрахунки за цінними паперами. З одного боку, вона застосовується до всіх заставних обтяжень, що зафіксовані у будь-якій системі обліку цінних паперів, не обов'язково тих, що функціонують на території ЄС; при цьому вона не вимагає, щоб заставодавець та заставодержатель були учасниками цієї системи. Іншими словами, відповідний рахунок не обов'язково має розміщуватись на території держави — учасниці ЄС, а отже, на відміну від Директиви про розрахунки за цінними паперами, вона дозволяє застосування права не тільки держав-учасниць. З іншого боку, сфера дії Директиви про фінансову заставу обмежена винятково фінансовою заставою, із специфічними вимогами щодо форми та сторін відповідного договору (державні органи, центральні банки, фінансові установи), а отже, колізійна норма ч. 1 ст. 9 не є універсальним правилом щодо будь-якого забезпечення у формі цінних паперів, котрі обліковуються в системі опосередкованого володіння.

Наведений короткий огляд відповідного нормативного інструментарію ЄС у сфері переконливо свідчить про те, що європейський законодавець обрав шлях застосування не класичного принципу *PRIMA* як права держави місцезнаходження відповідного посередника, а права держави, де здійснюється ведення рахунка у цінних паперах.

ВИКОРИСТАНІ МАТЕРІАЛИ

1. *Wegen G., Lindemann C.* The Law Applicable to Public Offerings in Continental Europe / The Law of Cross-Border Securities Transactions // ed. by H. van Houtte. — London : Sweet & Maxwell, 1999. — P. 153–172.
2. *Brown M., Paley A.* Global Offerings of Securities: Access to World Equity Capital Markets. — London : Graham & Trotman, 1994.
3. *International Securities Regulation* / by R. C. Rosen et al. — Vol. 3. — New York : Oceana Publications, 1986.
4. *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. — 12.04.2003. — L 96. — P. 16–25.
5. *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. — 30.04.2004. — L 145. — P. 1–44.

6. *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. — 31.12.2003. — L 345. — P. 64–89.
7. *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. — 31.12.2004. — L 390. — P. 38–57.
8. *Lambrecht P., Haljan D.* Investor Protection and the European Directives Concerning Securities / The Law of Cross-Border Securities Transactions // ed. by H. van Houtte. — London : Sweet & Maxwell, 1999. — P. 257–276.
9. *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. — 6.07.2001. — L 184. — P. 0001–0066.
10. *Case C-384/93 Alpine Investments B.V. v. Minister Van Financien* [1995] // European Court reports. — 1995. — P. I-01141.
11. *Directive 98/26/EC* of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems // Official Journal of the European Union. — 11.06.1998. — L 166/45. — P. 45–98.
12. *Ooi M.* Shares and Other Securities in the Conflict of Laws. — Oxford : Oxford University Press, 2003. — 400 p.
13. *Directive 2001/24/EC* of the European Parliament and of the Council of 4 April 2001 on the Reorganization and Winding Up of Credit Institutions // Official Journal of the European Union. — 05.05.2001. — L 125. — P. 15–23.
14. *Directive 2002/47/EC* of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on Financial Collateral Arrangements // Official Journal of the European Union. — 27.06.2002. — L 168. — P. 43–49.

Виговський О. І. Правове регулювання ринку цінних паперів у рамках Європейського Союзу

Анотація. У статті розглядаються основні засади нормотворчої діяльності в рамках ЄС у сфері регулювання первинного розміщення цінних паперів та обігу цінних паперів у системі опосередкованого володіння. Автор розглядає способи уніфікації правового регулювання діяльності учасників фондового ринку та розкриття інформації на ринку цінних паперів. Визначаються основні результати процесів гармонізації законодавств європейських держав, спрямованих на формування єдиної регулятивної системи у сфері обігу цінних паперів.

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

Выговский А. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в рамках Европейского Союза

Аннотация. В статье рассматриваются основные принципы нормотворческой деятельности в рамках ЕС в сфере регулирования первичного размещения ценных бумаг и обращения ценных бумаг в системе опосредованного владения. Автор рассматривает способы унификации правового регулирования деятельности участников фондового рынка и раскрытия информации на рынке ценных бумаг. Выделяются основные результаты процессов гармонизации законодательств европейских государств, направленных на формирование единой регулятивной системы в сфере обращения ценных бумаг.

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

Vygovskyy O. Legal Regulation of Securities Market Within the European Union

Annotation. This article deals with the main principles of lawmaking activity within EU in the sphere of regulation of initial placement of securities and circulation of securities in indirect holding system. The author considers the methods of unification of legal regulation of activities of the securities market participants and disclosure of information on the securities market. The author reveals the main results of harmonization of legislations of European states directed to the formation of the uniform regulation system in the sphere of securities circulation.

Key words: securities, EU Directives, harmonization, unification, issuer, investor.