ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ «МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ИНСТИТУТ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ (УНИВЕРСИТЕТ) МИНИСТЕРСТВА ИНОСТРАННЫХ ДЕЛ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

На правах рукописи

Михаленко Юлия Владимировна

ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ И МЕХАНИЗМЫ ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЯМ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В ЕС

Специальность 12.00.10 – Международное право; Европейское право

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата юридических наук

Научный руководитель:
кандидат юридических наук, доцент
Касьянов Р. А.

Москва – 2019

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ……...……..……..…...4
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ИСТОРИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЯМ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В ЕВРОПЕЙСКОМ СОЮЗЕ…….…….....18
§ 1. Понятийно-терминологические аспекты проблематики…….……....18
1.1. Понятие и признаки инсайдерской информации…….....…..….....20
1.2.Понятие и формы манипулирования рынком……..……..….....29
§ 2. Становление правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС…….…….....35
2.1. Основные этапы развития права ЕС в области противодействия рыночным злоупотреблениям ……..……..….35
2.2. Реформа правового регулирования в ЕС (2007-2018 гг.).……....52
ГЛАВА 2. ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА В ОБЛАСТИ ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЯМ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ……...59
§ 1. Договор о функционировании Европейского союза ……..63
§ 2. Современные правовые акты ЕС……..…….……76
2.1. Регламент ЕС 596/2014……..……..……..77
2.2. Директива 2014/57/ЕС.....……88
§ 3. Влияние опыта ЕС на законодательство третьих стран (на примере Швейцарии)……...…….....92
ГЛАВА 3. ПРАВОВЫЕ МЕХАНИЗМЫ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА В ОБЛАСТИ ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЯМ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ……106
§ 1. Механизм делегированного законодательства Европейской комиссии.....111
§ 2. Контрольный и правоприменительный механизм Европейского органа по ценным бумагам и рынкам……..129

§ 3. Механизм судебной защиты (практика Суда ЕС и национальных судов государств-членов ЕС)…..…….140
§ 4. Роль решений ЕСПЧ в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг……...…….154
Заключение……...…….……...…162
Список сокращений и условных обозначений……...…171
Список литературы…….….172

ВВЕДЕНИЕ

Законодательство современных развитых государств регулирует вопросы противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. В правовой науке термин «злоупотребления на рынке ценных бумаг» используется как общая категория, включающая две формы поведения, признающиеся в большинстве правопорядков правонарушением или преступлением: инсайдерские сделки и манипулирование рынком.

Как показывает практика, злоупотребления на рынке ценных бумаг настолько распространены, что фактически представляют собой неотъемлемую составляющую финансовых операций, совершаемых на мировом, региональном и национальном уровнях. В силу своей распространенности неправомерное использование инсайдерской информации и манипулирование рынком оказывают значительное влияние на экономическую, социальную, политическую, духовную составляющие жизнедеятельности общества. Противодействие злоупотреблениям на рынке ценных бумаг играет важную роль для всех государств вне зависимости от формы государственного правления, устройства или политического режима.

Правовое регулирование исследуемых правоотношений является особо важным, поскольку оно призвано способствовать сохранению механизмов рыночного ценообразования и высокого уровня конкуренции, целостности рынка, защите прав и интересов инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг; направлено на повышение уровня инвестиционной привлекательности и информационной эффективности рынка. Добросовестные участники рынка ценных бумаг должны быть обеспечены защитой со стороны государства от риска финансовых правонарушений, в частности рыночных злоупотреблений.

Одним из направлений финансовой политики любого государства является предупреждение, выявление и применение санкций за совершение злоупотреблений на рынке ценных бумаг.

Появление правовых норм на уровне Европейского союза (далее – «ЕС») в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг связано с развитием и углублением экономической и финансовой интеграции. История правового регулирования данного вопроса в ЕС относительно иных правопорядков (например, США) недолгая. С 1970-х гг. по настоящее время европейским законодателем поступательно была сформирована нормативно-правовая база. Для того, чтобы регулирование противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг было эффективным, Европейский союз разработал правовые механизмы, имеющие целью восполнение пробелов и действенное правоприменение.

Актуальность темы исследования обусловлена высокими показателями и масштабностью неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком при осуществлении операций и сделок на рынке ценных бумаг в ЕС. Согласно статистике, приведенной Европейской комиссией (далее – «ЕК»)[1], на трех основных европейских биржах, которые представляют 48% рыночного оборота в ЕС, – Евронекст[2], Немецкая фондовая биржа[3], Лондонская фондовая биржа[4] – оценочная прибыль от операций с использованием инсайдерской информации при обороте в 492 511 млн. евро составила в 2003-2009 гг. 0,0356%, а в 2009 – 0,0357%. Европейская комиссия презюмирует, что количество инсайдерских сделок примерно равно количеству сделок с применением манипулирования рынком. Это означает, что 0,0712% всех сделок на рынке ценных бумаг ЕС совершается с злоупотреблениями. Принимая во внимание, что оборот на рынке ценных бумаг в ЕС в 2010 г. составил 18 803 179 млн. евро, то ущерб от сделок с использованием инсайдерской информации и манипулированием рынком составил 13,3 млрд. евро. Данная статистика построена исключительно на случаях выявленных правонарушений. Ее результат следует

[1]Impact assessment. Commission staff working paper accompanying the document: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation 20 October 2011, P. 199-202 // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011SC1217&from=EN (дата обращения: 12.11.2017).
[2]Euronext. Официальный сайт // URL: https://www.euronext.com/en.
[3]Deutsche Borse. Официальный сайт // URL: http://deutsche-boerse.com/dbg-de/.
[4]London Stock Exchange Group. Официальный сайт // URL: https://www.lseg.com/.

умножить на повышающий коэффициент, поскольку злоупотреблениям на рынке ценных бумаг присущ латентный характер.

Более актуальная статистика, представленная в «Ежегодном отчете об административных и уголовных наказаниях и иных административных мерах в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг» Европейского органа по ценным бумагам и рынкам[5], свидетельствует, что за 2017 г. в Европейском союзе были применены 7 уголовных штрафных санкций, в 142 случаях были применены материальные меры административной ответственности и в 118 случаях – нематериальные меры административной ответственности. Данная статистика носит условный характер, поскольку отражает только случаи доказанного нарушения актов ЕС. На официальном сайте Управления финансового надзора Швеции[6] зафиксирована статистика уведомлений о неправомерном использовании инсайдерской информации в 331 случае за 2017 г. и о манипулировании рынком в 403 случаях за 2017 г. В Дании за аналогичный период были зафиксированы 95 случаев неправомерного использования инсайдерской информации и 78 случаев манипулирования рынком[7].

Особый интерес представляет опыт Европейского союза в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в контексте его достижений в рамках масштабной реформы последних лет (2007-2018 гг.), в результате которой изменилось не только содержание нормативно-правового регулирования, но и его форма. Таким образом, в диссертационном исследовании содержится анализ наиболее актуальных вопросов, связанных с правовым регулированием противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС.

Нормативно-правовую основу исследования составили нормативные правовые акты Европейского союза. Договор о Европейском союзе и Договор о

---

[5]Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR 2017 // URL: https://www.esma.europa.eu/document/annual-report-administrative-and-criminal-sanctions-and-other-administrative-measures-under (дата обращения 12.12.2018).

[6]Finansinspektionen (FI) monitors that the market complies with the Market Abuse Regulation (MAR) // URL: https://www.fi.se/en/published/statistics/market-abuse/ (дата обращения 12.12.2018).

[7]Danish FSA. Statistics for violation of capital market regulation // URL: https://www.dfsa.dk/en/Fact-and-Figures/Statistik-for-overtraedelser-af-regler-paa-kapitalmarkedet (дата обращения 12.12.2018).

функционировании Европейского союза предусматривают правовые основы для принятия актов на уровне ЕС по противодействию злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Ранее действовавшая Директива 2003/6/ЕС от 28 января 2003 г. об инсайдерских сделках и манипулировании рынком (о рыночных злоупотреблениях), актуальные Регламент 596/2014 от 16 апреля 2014 г. о рыночных злоупотреблениях и Директива 2014/57/ЕС от 16 апреля 2014 г. об уголовной ответственности за рыночные злоупотребления, а также принятые в их продолжение Европейской комиссией делегированные и имплементирующие акты представляются наиболее важными в целях настоящего исследования.

В качестве **эмпирической основы** исследования использованы рекомендации и материалы Европейской комиссии; проектная, аналитическая, статистическая и правоприменительная практика Европейского органа по ценным бумагам и рынкам и национальных регуляторов; решения Суда Европейского союза, Европейского суда по правам человека, национальных судов государств-членов ЕС.

Степень научной разработанности темы исследования. Очевиден повышенный интерес зарубежных правоведов-исследователей к теме противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг Европейского союза. Исследованию данного вопроса посвящено много работ иностранных авторов, которые носят как правило общий характер, не связанный с глубоким юридическим анализом проблемы. Исследование правовых основ и отдельных механизмов противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг нашло свое отражение в ограниченном количестве научных трудов. Автор обращался к трудам следующих ученых: Буш Д. (Busch D.), Ван Рейн Мирик Б. Дж. (Van Rijn Mirik B. J.), Венторуззо М. (Ventoruzzo M.), Камминг Д. Дж. (Cumming D. J.), Ди Нойа С. (Di Noia C.), Энгл Э. (Engle E.), Энрикес Л. (Enriques L.), Фор М. Г. (Faure M. G.), Гаргантини М. (Gargantini M.), Гатти М. (Gatti M.), Керн А. (Kern A.), Леджер С. (Leger C.), Малый В. (Maly V.), Молони Н. (Moloney N.), Самули М. (Samuli M.) и др.

Тема злоупотреблений на рынке ценных бумаг в Европейском союзе была затронута отечественными исследователями, в том числе: Р. А. Касьяновым, И. М. Лифшицем, О. М. Мещеряковой, А. И. Некрасовым, Н. Б. Шеленковой.

Российских исследователей в большей степени привлекают отдельные составляющие злоупотреблений на рынке ценных бумаг применительно к Российской Федерации. Авторы рассматривают категорию злоупотреблений на рынке ценных бумаг с позиции гражданского права, финансового и уголовного права. Наиболее масштабные труды были созданы А. Ф. Ахмадуллиной, Д. А. Вавулиным,

Е. А. Емельяновой и др.

Несмотря на постоянный интерес, проявляемый российскими авторами к правовому регулированию противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, отмечается отсутствие системного анализа эффективности европейского подхода к противодействию рыночным злоупотреблениям, изучения правовых основ и механизмов, используемых в ЕС, оценки реформы правового регулирования в ЕС, исследования значения европейского опыта для третьих стран.

В качестве **теоретической базы** исследования автор использовал труды следующих российских ученых-правоведов в области теории права: С. С. Алексеев, Р. В. Енгибарян, К. Ю. Краснов, А. В. Малько, М. Н. Марченко, Н. И. Матузов, Л. А. Морозова, Н. А. Стельникова, В. Н. Стрекозова, В. Н. Хропанюк, К. В. Шундиков, Л. М. Энтин и др.

В области общего европейского права автор обратился к трудам следующих ученых: А. Х. Абашидзе, А. И. Абдуллин, С. А. Бартенев, А. Г. Волеводз, М. М. Бирюков, А. С. Бугаева, А. О. Иншакова, П. А. Калиниченко, А. Я. Капустин, С. Ю. Кашкин, А. И. Ковлер, Д.К. Лабин, В. О. Рябова, А. О. Четвериков, И. Н. Царев, Л. М. Энтин, М. Л. Энтин и др.

Объектом исследования выступают общественные отношения, складывающиеся в процессе правового регулирования и реализации правовых механизмов противодействия злоупотреблениям в Европейском союзе и государствах-членах ЕС.

Предметом исследования является комплекс правовых норм Европейского союза, регулирующих общественные отношения, складывающиеся в процессе правового регулирования и реализации правовых механизмов противодействия злоупотреблениям, а также международно-правовая доктрина, правоприменительная и судебная практика.

Целью настоящего диссертационного исследования является выявление особенностей и сущностных характеристик правовых основ и механизмов противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС, тенденций реформирования правового регулирования в этой области.

Достижение поставленной цели предполагает решение следующих **научных задач**:

- определить сущность и основные признаки ключевых терминов «инсайдерская информация» и «манипулирование на рынке ценных бумаг»;

- разобрать и классифицировать историю становления правового регулирования в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС;

- выявить причины и предпосылки, определить основные этапы реформы правового регулирования в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг;

- изучить правовые основы ЕС в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг;

- провести анализ современного правового регулирования (источников вторичного права ЕС) в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг;

- установить значение опыта ЕС в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг для третьих стран (на примере Швейцарии);

- сформулировать понятие правовых механизмов в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг и классифицировать их;

- раскрыть специфику деятельности Европейской комиссии по принятию делегированных и имплементирующих мер как правового механизма в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг;

- проанализировать особенности деятельности Европейского органа по ценным бумагам и рынкам в рамках реализации правового механизма противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг;

- изучить механизм судебной защиты и судебную практику в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг;

- сформулировать практические рекомендации по возможному заимствованию опыта ЕС в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг.

Научная новизна исследования обусловлена отсутствием в российской науке европейского права фундаментальных работ, посвященных проблемам регулирования и реализации механизмов противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию на рынке ценных бумаг в ЕС. Настоящая работа представляет собой первое комплексное системное исследование правового регулирования, включая правовые основы и правовые механизмы противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг ЕС. Проведенное научное исследование позволяет развить и расширить содержание понятия противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС.

Теоретическая значимость исследования заключается в том, что его результаты можно использовать в учебных и образовательных целях в рамках дисциплин европейского права, финансового права ЕС, международного права, международного финансового права, международного уголовного права. Некоторые результаты исследования могут быть использованы при обучении в рамках отдельных специальных дисциплин не только юридических, но и экономических факультетов. Ознакомление с материалом исследования может быть полезным для ученых и практикующих юристов, интересующихся проблематикой интеграционного регулирования рынка ценных бумаг. Заключения,

сформулированные по итогам исследования, имеют значения для развития отечественной науки европейского права.

Практическое значение исследования заключается в том, что содержащиеся в нем выводы могут быть полезны для компетентных государственных органов, занимающихся противодействием злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Некоторые положения могут быть использованы при подготовке аналитических материалов Центрального банка Российской Федерации. К отдельным выводам следует обращаться в нормотворческом процессе при разработке нормативных актов с целью заимствования лучших мировых практик. Результаты исследования могут быть полезны для иных интеграционных образований, например, ЕАЭС, который только планирует интеграцию финансового сектора. Материал исследования рекомендован к ознакомлению комплаенс-службам частных компаний, ценные бумаги которых допущены к торгам, а также всем международным компаниям, которые планируют или уже осуществляют коммерческие отношения с иностранными (европейскими) контрагентами. Опыт ЕС интересен с точки зрения возможности его частичного заимствования в законодательство третьих стран и/или интеграционных образований, где правовое регулирование противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг не эффективное или вовсе отсутствует.

Методологическую основу исследования составляют общенаучные, формально-логические (описания, формализации, анализа, аналогии, абстрагирования, конкретизации, обобщения, синтеза, сравнения, дедукции, индукции, моделирования, систематизации) и специальные методы (конкретно-социологический, математический, исторического анализа, формально-юридический, сравнительно-правовой, структурно-юридический и др.).

Положения, выносимые на защиту.

По итогам проведенного исследования на защиту вынесены следующие положения.

1. Правовое регулирование противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС формировалось поступательно с 1970-х гг. Этот процесс можно

разделить на три этапа: 1) период 1977-1999 гг.; 2) период 1999-2007 гг.; 3) период с 2007 г. по настоящее время. За это время Европейский союз перешел от фрагментарного регулирования в форме необязательной рекомендации к полноценному правовому упорядочению в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Это стало результатом масштабной реформы 2007-2018 гг., когда Европейский союз перешел к принципиально новому третьему этапу в истории правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Современный этап связан с принятием и вступлением в силу Регламента Европейского парламента и Совета 596/2014 о рыночных злоупотреблениях (Регламент 596/2014) и Директивы Европейского парламента и Совета 2014/57/ЕС об уголовной ответственности за рыночные злоупотребления (Директива 2014/57/ЕС), которые являются основополагающими действующими правовыми актами ЕС в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг.

2. В связи с отсутствием в учредительных договорах прямого указания на законодательную компетенцию ЕС в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, европейский законодатель в лице институтов использует широкое толкование ст. 114 Договора о функционировании Европейского союза (ДФЕС) о правовом сближении при принятии Регламента 596/2014. Директива 2014/57/ЕС была принята на основе п. 2 ст. 83 ДФЕС, который предусматривает установление единых минимальных правил, относящихся к определению уголовных правонарушений и санкций в определенной сфере, с целью обеспечения эффективной реализации политики Европейского союза. Таким образом, в качестве правовых основ противодействия рыночным злоупотреблениям в ЕС выступают ст. 114 и п. 2 ст. 83 Договора о функционировании Европейского союза (ДФЕС), благодаря которым ЕС расширяет свои полномочия и усиливает свою компетенцию, а также Регламент 596/2014 и Директива 2014/57/ЕС, которые содержат конкретные правила регулирования общественных отношений, связанных с противодействием рыночным злоупотреблениям.

3. Европейский союз в лице своих законодательных институтов подошел к реформированию правового режима противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг на основе комплексного подхода. Было изменено не только содержание правового регулирования, но и его форма. В предшествовавший современному третьему этапу период наиболее общие и важные вопросы были закреплены в Директиве Европейского парламента и Совета 2003/6/ЕС об инсайдерских сделках и манипулировании рынком (о рыночных злоупотреблениях), а в результате реформы – они урегулированы в правовом акте уже в форме регламента. Регламент 596/2014 в отличие от ранее действовавшей директивы имеет прямое действие в государствах-членах ЕС, а его положения направлены на унификацию правового регулирования. Таким образом, в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС произошел переход от идеи максимальной гармонизации к идее максимальной унификации национального законодательства государств-членов Европейского союза.

4. Абсолютным нововведением на уровне ЕС стало принятие единых стандартов в области уголовного права в виде Директивы 2014/57/ЕС. Это первый правовой акт ЕС, принятый на основе п. 2 ст. 83 ДФЕС, который предусматривает установление единых минимальных правил, относящихся к определению уголовных правонарушений и санкций в определенной сфере, с целью обеспечения эффективной реализации политики Европейского союза. Директива 2014/57/ЕС устанавливает единые для всего ЕС понятия преступлений в области рыночных злоупотреблений: инсайдерские сделки, неправомерное раскрытие инсайдерской информации и манипулирование рынком; единые минимальные уголовные санкции за преступления в области рыночных злоупотреблений; концепцию привлечения к ответственности юридического лица за рыночные злоупотребления.

5. Эффективное противодействие злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС возможно только в рамках сложного правового механизма, который представляет собой упорядоченную систему специальных взаимосвязанных законодательных мер, реализуемых институтами Европейского союза (Европейский парламент, Совет ЕС, Европейская комиссия),

правоприменительных и контрольных мер, принимаемых судебными органами (Суд ЕС, Европейский Судом по правам человека и национальные суды государств-членов ЕС) и органами специальной компетенции в финансовой области (Европейский орган по ценным бумагам и рынкам, финансовые регулирующие органы государств-членов ЕС) и направленных на упорядочение общественных отношений в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг.

6. Противодействие злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС имеет непосредственное отношение к обеспечению прав человека. Одновременное применение уголовных и административных мер ответственности за злоупотребления на рынке ценных бумаг противоречит общему принципу «non bis in idem» (не быть наказанным дважды за одно правонарушение), ст. 50 Хартии Европейского союза об основных правах, ст. 4 Протокола № 7 Конвенции о защите прав человека и основных свобод. Вопрос возможности одновременного применения уголовных и административных мер ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации и / или манипулирование на рынке ценных бумаг был рассмотрен в рамках реализации судебного механизма национальными судами государств-членов ЕС, Судом ЕС, Европейским судом по правам человека. Несмотря на отрицательную реакцию указанных судов, вопрос применения мер административной и уголовной ответственности остается актуальным, поскольку нормы актов ЕС не содержат запрета их одновременного применения.

7. Опыт Европейского союза в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг оказался полезен для третьих стран. Анализ опыта правового регулирования Швейцарии как мирового финансового центра позволил прийти к выводу о беспрецедентном влиянии европейского опыта на швейцарское законодательство. За последние шесть лет Швейцария провела глобальную реформу, в результате которой были значительно ужесточены меры, направленные на противодействие злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Новые законодательные положения расширяют полномочия Федерального

управления по надзору за финансовыми рынками, расширяют перечень действий, подпадающих под уголовно наказуемые преступления, ужесточают меры уголовной ответственности. В рамках реформы было расширено действие закона по кругу лиц и в пространстве. Расследование уголовных дел в рамках злоупотреблений на рынке ценных бумаг было передано на федеральный уровень.

Степень достоверности и апробация результатов исследования

Отдельные результаты диссертационного исследования были изложены в докладе на аспирантском круглом столе кафедры европейского права Международно-правового факультета МГИМО МИД России в феврале 2017 г. В ходе обязательной педагогической практики (февраль-май 2017 г.) автор провел тренинг «Злоупотребления на рынке ценных бумаг ЕС» в рамках дисциплины «Финансовое и бюджетное право ЕС» для первого курса магистратуры по программе «Право Европейского союза и правовые основы интеграционных процессов» и в рамках дисциплины «Правовое регулирование рынка финансовых услуг в ЕС» для четвертого курса бакалавриата по программе «Европейское право».

Основные выводы, полученные в результате исследования, были изложены в следующих научных публикациях автора в журналах, входящих в перечень рецензируемых научных изданий Высшей аттестационной комиссии Министерства образования и науки Российской Федерации:

1. Касьянов Р. А., Калинина Ю. В. Реформа правовых основ Европейского союза и Швейцарии в области борьбы с рыночными злоупотреблениями // Вестник Орловского государственного университета. Серия: Новые гуманитарные исследования. – 2015. – № 3 (44). – С. 51-54 (входил в Перечень российских рецензируемых научных журналов, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученых степеней доктора и кандидата наук, до 30 ноября 2015 г.);

2. Калинина Ю. В. Правовое понятие и формы манипулирования рынком // Ленинградский юридический журнал. – 2016. – № 4 (46). – С. 67-73;

3. Калинина Ю. В. Понятие и признаки инсайдерской информации // Информационное право. – 2017. – № 1. – С. 39-45;

4. Калинина Ю. В. Новый этап правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС: реформа или революция? // Финансовое право. – 2017. – № 6. – С. 37-40;

5. Калинина Ю. В. Ответственность за злоупотребления на рынке ценных бумаг в России и ЕС // Право и экономика. – 2017. – № 5 (351). – С. 26-34;

6. Михаленко Ю. В. Применение принципа «Non bis in idem» в контексте противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Комментарий к решению ЕСПЧ по делу «Гранде Стивенс против Италии» 2014 года // Международное публичное и частное право. – 2018. – № 3 – С. 24-27;

7. Михаленко Ю. В. Роль Европейского органа по ценным бумагам и рынкам в реализации правового механизма противодействия рыночным злоупотреблениям в ЕС // Финансовое право. – 2019. – № 3 (в печати).

Некоторые выводы диссертационного исследования содержатся в статье, опубликованной в зарубежном рецензируемом издании, входящем в международную реферативную базу данных «Скопус» (SCOPUS): Mikhalenko (Kalinina) Y. V., Shadrina E. G., Rashidova A. I. On the issue of criminal prosecution for market abuse in Russia and the EU // Journal of Advanced Research in Law and Economics. – 2018. – Vol. IX. – No 4 (34) Summer (в печати).

Отдельные положения, полученные по результатам исследования, были отражены в рамках выступлений на Всероссийской научно-практической конференции «Герценовские чтения-2016. Актуальные проблемы права и гражданско-правового образования» в 2016 г. и «Герценовские чтения-2017. Актуальные проблемы права и гражданско-правового образования» в 2017 г. По итогам данных конференций были опубликованы сборники научных трудов, куда вошли следующие статьи автора:

1. Калинина Ю. В. Правовое регулирование борьбы с рыночными злоупотреблениями в ЕС // Герценовские чтения – 2016. Актуальные проблемы

права и гражданско-правового образования. Материалы Всероссийской научно-практической конференции. – 2016. – С. 73-76;

2. Калинина Ю. В. Реформа правовых основ Европейского союза в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг // Герценовские чтения – 2017. Актуальные проблемы права и гражданско-правового образования. – 2017. – С. 118-120.

Диссертант выступила на XVI Международном конгрессе «Блищенковские чтения», прошедшем 14 апреля 2018 г., с докладом «Реформа правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг ЕС (2009-2018 гг.)».

Диссертант выступила на Международной научно-практической конференции «Правотворчество как индикатор эволюции правовых ценностей: внутригосударственное, наднациональное и международное измерения», прошедшей 23-24 ноября 2018 г. в г. Санкт-Петербург, с докладом «Успешный опыт использования уголовно-правового инструмента в борьбе с рыночными злоупотреблениями Европейского союза, предопределивший эволюцию практики уголовной ответственности в России». По результатам конференции доклад диссертанта (в соавторстве) был включен в коллективную монографию: «Правотворчество как индикатор правовых ценностей: внутригосударственное, наднациональное и международное измерения». Коллективная монография / Под ред. И.Л. Честнова. СПб.: Астерион, 2018. – 532 с. (С. 455-465).

Структура исследования обусловлена степенью разработанности проблематики, целями и задачами, поставленными перед автором, и состоит из введения, трех глав (9 параграфов), заключения, списка сокращений и условных обозначений и списка литературы.

Глава 1. Теоретические и исторические аспекты противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в Европейском союзе

§ 1. Понятийно-терминологические аспекты проблематики

В теории права термин «злоупотребления на рынке ценных бумаг» («рыночные злоупотребления»)[8] используется как общая категория, включающая в себя две формы экономического поведения, признающиеся в большинстве развитых правопорядков правонарушением или преступлением: инсайдерские сделки и манипулирование рынком.

Данные действия имеют несколько общих характеристик. Инсайдерские сделки и манипулирование на рынке ценных бумаг обладают одинаковой целью – получение максимальной финансовой выгоды. В них задействованы одни и те же субъекты – инсайдеры, брокеры, аналитики, иные профессиональные участники рынка ценных бумаг. Инсайдерские сделки и манипулирование рынком приводят к примерно одинаковым последствиям – недействительным рыночным ценам, слабой информационной эффективности рынка и распределения ресурсов, деструктивному воздействию на экономическую безопасность государства, нарушению механизма рыночного ценообразования, снижению инвестиционной привлекательности рынка, снижению ликвидности, причинению ущерба физическим и юридическим лицам, государству, ограничению конкуренции, в

[8]В настоящем исследовании автор понимает, что термины «злоупотребления на рынке ценных бумаг» и «рыночные злоупотребления» равнозначны и взаимозаменяемы.

целом нарушению стабильности рынка. Часто манипулирование рынком сопряжено с использованием инсайдерской информации[9].

К различиям можно отнести то, что вследствие инсайдерских сделок рыночная цена акций меняется, в то время как при манипулировании рынком это происходит необязательно.

Вопросы целесообразности правового запрета использования инсайдерской информации и манипулирования рынком очень часто являются дискуссионными и находят неоднозначные ответы в научных кругах. Некоторые исследователи считают, что в условиях рыночной экономики необходимо предоставить всем участникам финансовых рынков полную неограниченную свободу. В некоторых зарубежных исследованиях, посвященных изучению природы использования инсайдерской информации и манипулированию рынком, авторы утверждают, что данные действия являются естественным и неизбежным процессом при развитии любой формы организованных торгов, особенно торгов на фондовых биржах[10]. Представители противоположной позиции считают, что необходимо на законодательном уровне ограничивать такую свободу в виде запрета неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком[11]. Именно по этому пути пошло большинство развитых государств.

Учитывая развитие современных средств связи и сети Интернет как одного из сильных ресурсов возможного манипулирования рынком и инсайдерских сделок, такой законодательный запрет является остро необходимым. Недобросовестные участники рынка ценных бумаг имеют в своем распоряжении неограниченный доступ к сети, посредством которой они могут распространять информацию, не соответствующую действительности, и получать выгоду из этого. Использование сети Интернет дает большие преимущества для деятельности

---

[9]См. подробнее Лукинская М. П. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в Европейском Союзе : монография / М. П. Лукинская ; под ред. М. М. Бирюкова. – М. ; НОРМА : ИНФРА-М, 2013. – 222 с.

[10]Barnes P. Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation // Accounting History. – 2014. – Vol. 19. – No 4. – P. 563.

[11]Avgouleas E. E. The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis / Emilios E. Avgouleas. Oxford University Press. – 2005. – P. 210.

правонарушителей: анонимность, отсутствие правового контроля, а также доступ к информации о потенциальных инвесторах.

В настоящем исследовании под злоупотреблениями на рынке ценных бумаг понимаются исключительно инсайдерские сделки и манипулирование рынком в нормативном смысле Регламента ЕС 596/2014 о рыночных злоупотреблениях[12].

1.1. Понятие и признаки инсайдерской информации[13]

Законодательство современных развитых государств регулирует вопросы инсайдерской деятельности[14]. Ввиду отсутствия единого законодательного и доктринального определения «инсайдерской информации» и сопутствующих терминов в научной литературе предлагается множество авторских определений.

В переводе с английского языка слово «insider» означает «осведомленное лицо», а «insider information» – «внутренняя информация». Из перевода данных терминов не виден истинный смысл, который могли бы закладывать законодатели. Предложенный авторами словарей перевод не позволяет выявить правовой смысл данных терминов, в связи с чем, возникает необходимость научного анализа актов

[12]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

[13]Выводы, изложенные в данном параграфе диссертации, были опубликованы в статье автора диссертационного исследования: Калинина Ю. В. Понятие и признаки инсайдерской информации // Информационное право. – 2017. – № 1. – С. 39-45.

[14]Вавулин Д. А. Комментарий к Федеральному закону «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (постатейный) / Д. А. Вавулин – М. : Деловой двор, 2015. Доступ из справ. – правовой базы «Консультант Плюс».

Европейского союза, законодательства государств-членов ЕС, законодательства России, доктринальных источников зарубежных и российских авторов[15].

В соответствии с законодательством Великобритании инсайдерской информацией признается точная по природе информация, не находящаяся в открытом доступе, которая прямо или косвенно относится к эмитентам, и которая могла бы оказать существенное влияние при определении цены на ценную бумагу[16]. Согласно ст. 118 C (5) Закона Великобритании о финансовых услугах и финансовых рынках 2000 г. информация является точной, если касается обстоятельств, которые фактически существуют или наступление которых ожидается, или события, которое произошло или наступление которого ожидается; если является достаточно конкретной, что позволит сделать вывод о возможном влиянии этих обстоятельств или событий на стоимость ценной бумаги[17].

До 2003 г. французское законодательство определяло инсайдерскую информацию как привилегированную неизвестную общественности информацию о перспективах или положении эмитента, ценные бумаги которого обращаются на организованном рынке, или о перспективах изменения положения финансового инструмента, допущенного к обращению на организованном рынке[18]. В настоящее время французское законодательство содержит отсылочную норму, предусмотренную в ст. L465-1 Валютно-финансового кодекса Франции, в соответствии с которой «инсайдерской информацией признается инсайдерская

---

[15]См. подробнее Вожакин Т. А. Опыт правового регулирования инсайдерской информации // Вестник УрФО. Безопасность в информационной сфере. – 2016. – №2. – С. 25-30; Ахмедов Т. Ч. Понятие инсайдерской информации // Вестник Санкт-Петербургского университета МВД России. – 2013. – №2 (58). – С. 127-130; и др.

[16]Financial Services and Markets Act 2000, Art. 118 C (2) // URL: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/118C (дата обращения: 10.03.2018).

[17]Там же, Art. 118 C (5).

[18]Ordonnance № 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse (en redaction de la Loi № 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) // URL: https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexteArticle.do;jsessionid=06EC9F4C6C3ED131149D7D4BD2353052.tpdila18v_3?idArticle=LEGIARTI000006778316&cidTexte=JORFTEXT000000698676&categorieLien=id&dateTexte=20030801 (дата обращения: 10.10.2017), отменена Loi № 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière // URL: https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000428977&dateTexte=&categorieLien=id (дата обращения: 10.10.2017).

информация в смысле пп. 1-4 ст. 7 Регламента № 596/2014 Парламента и Совета ЕС от 16 апреля 2014 г.»[19].

Согласно ст. 13 Закона Германии «О торговле ценными бумагами» инсайдерская информация – это специальная информация об обстоятельствах, которая находится вне публичного доступа, относится к одному или нескольким эмитентам ценных бумаг или касается самих ценных бумаг, и которая в случае ее раскрытия может оказать существенное влияние на рынок ценных бумаг или на рыночную стоимость ценных бумаг[20].

В соответствии со ст. 181 Консолидированного закона Италии о финансах инсайдерская информация – это точная по природе информация, которая не находится в публичном доступе, прямо или косвенно относится к одному или более эмитенту финансовых инструментов или к одному, или более финансовым инструментам, и которая в случае ее раскрытия, может оказать существенное влияние на цену таких финансовых инструментов[21].

В Европейском союзе инсайдерской информацией признается любая точная по природе информация, которая не находится в публичном доступе, прямо или косвенно относится к одному или более эмитентам финансовых инструментов или к одному или более финансовым инструментам[22].

В соответствии со ст. 2 Федерального закона Российской Федерации «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» инсайдерской информацией считается точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена,

---

[19]Code monétaire et financier (Version consolidée au 18 septembre 2017), Art. L465-1 // URL: https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=06EC9F4C6C3ED131149D7D4BD2353052.tpdila18v_3?idSectionTA=LEGISCTA000006170504&cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20160928 (дата обращения: 10.03.2018).

[20]Securities Trading Act (As published in the announcement of 09 September 1998 (Federal Law Gazette I, p.2708), last amended by Article 3 of the Act of 22 June 2011 (Federal Law Gazette I, p. 1126)), Sec. 13 // URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG_en.html?nn=7858846#doc7856864bodyText19 (дата обращения: 15.03.2018).

[21]Legislative Decree № 58 of 24 February 1998 (Consolidated Law on Finance pursuant to Articles 8 and 21 of Law № 52 of 6 February 1996, version of 3 January 2018), Art. 148 // URL: http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm (дата обращения: 25.01.2018).

[22]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance), Art. 7 // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров и которая относится к информации, включенной в соответствующий перечень инсайдерской информации[23].

Таким образом, из приведенных выше норм иностранного и российского законодательства мы видим общее в подходе различных законодателей. Анализ определений термина «инсайдерская информация» позволяет сформулировать присущие ей признаки:

1) точность и конкретность;

2) нахождение вне публичного доступа;

3) ее раскрытие может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов;

4) владение инсайдерской информацией приводит к преимуществу перед неинформированными инвесторами, что может быть использовано инсайдером в целях извлечения прибыли.

Категория «инсайдерская информация»[24] не вызывает оживленных дискуссии в научных кругах в связи с тем, что она регламентируется в нормативных источниках. Тем не менее ученые предпринимают попытки внести в данное определение авторские характеристики.

Европейские исследователи согласны с определением инсайдерской информации, предусмотренным на уровне норм ЕС[25].

По мнению А. Э. Лашат, инсайдерской информацией следует считать любую непубличную информацию, которая прямо или косвенно относится к финансовым

---

[23]Федеральный закон от 27 июля 2010 г. N 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Российская газета – Федеральный выпуск № 5247 (168) от 30 июля 2010 г. – Полоса 7.

[24]Morajane T. C. R What Constitutes 'Inside Information' for Purposes of Insider Trading?: Zietsman v Directorate of Market Abuse // Journal of Contemporary Roman-Dutch Law. – 2017. – Vol. 80. – No 1. – P. 506-523.

[25]Austin J. Insider Trading and Market Manipulation: Investigating and Prosecuting Across Borders / Janet Austin. – Edward Elgar Publishing, 2017. – P. 7.2.1; см. подробнее Ratliff J., Grasso R. Insider Trading and Market Manipulation in the European Wholesale Energy Markets / John Ratliff, Roberto Grasso. – Claeys & Casteels Publishing, 2018. – 300 p.; Alexander R.C.H. Insider Dealing and Money Laundering in the EU: Law and Regulation / R.C.H. Alexander. – Routledge, 2016. – 288 p.

инструментам или эмитентам, которая в случае предоставления или распространения третьим лицам (инвесторам) может изменить их мнение о ценности данных финансовых инструментов, тем самым повлияв на их фактическую цену[26].

По мнению А. Пола и Г. Грегориу, определение инсайдерской информации фокусируется на информации, полученной от клиента, который разместил заявку, то есть является реальным участником сделок на рынке[27].

С точки зрения Дж. Андерсона, существенность влияния инсайдерской информации зависит от того, использует ли ее разумный инвестор как основу принятия решений[28].

Некоторые зарубежные авторы придерживаются более строгого подхода, в соответствии с которым инсайдерская информация представляет собой материальную непубличную информацию, при владении которой лицо должно отказаться от осуществления сделок на рынке[29].

В. И. Майоров и В. Р. Якупов рассматривают инсайдерскую информацию как тайну, подлежащую обязательному раскрытию[30]. По мнению авторов, инсайдерская информация – это «точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена, распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров и которая в соответствии с действующим законодательством относится к информации, включенной в соответствующий перечень инсайдерской информации»[31].

---

[26]Lachat A. H. The economics behind market abuse and a comparative analysis of the legal framework in Switzerland and the EU. – 2009. – P. 3.

[27] Ali P. U., Gregoriou G. N. Insider Trading: Global Developments and Analysis / Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou. – CRC Press, 2008. – P. 103-104.

[28] Anderson J. P. Insider Trading: Law, Ethics, and Reform / John P. Anderson. – Cambridge University Press, 2018. – P. 123.

[29] Medrano L. A., Vives X. Regulation Insider Trading when Investment Matters / Luis Angel Medrano, Xavier Vives. – Centre for Economic Policy Research, 2002. – P. 5.

[30]Майоров В. И., Якупов В. Р. Инсайдерская информация: определение понятия // Вестник УрФО. Безопасность в информационной сфере. – 2012. – №3-4. – С. 7.

[31]Там же, С. 5.

С точки зрения И. П. Супис и О. С. Беломытцевой, «инсайдерская информация – это достоверная информация относительно эмитента, участника финансового рынка или конкретного финансового инструмента, на текущий момент недоступная другим участникам рынка, публичное оглашение которой окажет существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты или товаров»[32].

Б. В. Татлыбаев считает, что инсайдерская информация – это «любая существенная непубличная (необщедоступная) релевантная информация, которая в случае ее предоставления и распространения (раскрытия) может существенным образом повлиять на цены ценных бумаг»[33].

По мнению С. П. Гришаева, «к инсайдерской информации можно отнести ту информацию, которая может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров»[34]. Инсайдерская информация на финансовом и товарном рынках, согласно С. П. Гришаеву, – это информация, которая «должна сохраняться недоступной для третьих лиц достаточно короткое время. Но затем она подлежит обязательному раскрытию»[35].

А. Ф. Ахмадуллина утверждает, что инсайдерская информация – «нераскрытая информация точного характера, раскрытие которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты, товаров»[36].

Проанализировав определения, предложенные зарубежными и российскими авторами, мы приходим к выводу, что все ученые наделяют инсайдерскую

---

[32]Беломытцева О. С., Супис И. П. Организация противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в российской федерации // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского Института Бизнеса. – 2016. – № 3 (36). – С. 239.

[33]Татлыбаев Б. В. Гражданско-правовая ответственность за неправомерное использование инсайдерской информации на фондовом рынке в российском праве и праве Соединенных Штатов Америки : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Татлыбаев Булат Вилевич. – М., 2015. – С. 32

[34]Гришаев С. П. Ценные бумаги: виды и практика применения // Редакция «Российской газеты». – 2016. – № 2. Доступ из справ. – правовой базы «Консультант Плюс».

[35]Там же.

[36]Ахмадуллина А. Ф. Анализ легальной дефиниции «инсайдерская информация»: теоретико-правовые и практические проблемы // Информационное право. – 2014. – № 4. – С. 24; Ахмадуллина А. Ф. Проявление форм межотраслевых связей в элементах правового механизма противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации // Экономика. Предпринимательство. Окружающая среда. – 2014. – № 3 (59). – С. 19.

информацию одинаковыми признаками: 1) точность и конкретность инсайдерской информации; 2) способность инсайдерской информации в случае раскрытия оказывать существенное воздействие на цены финансовых инструментов, товаров; 3) отсутствие инсайдерской информации в общем доступе.

Исследовав различные нормативные и доктринальные источники, мы делаем заключение о том, что подход европейского законодателя может быть охарактеризован как всесторонний, поскольку включает в определение термина «инсайдерская информация» все важные элементы и признаки, предусмотренные в законодательстве государств и в научных работах, и не входит в противоречие с ними.

Таким образом, под инсайдерской информацией следует понимать выраженные в определенной форме достоверные сведения, находящиеся вне публичного доступа, которые в случае их раскрытия могут оказать влияние на цены финансовых инструментов. Указанные в определении признаки являются необходимыми или обязательными для признания информации инсайдерской.

Среди признаков инсайдерской информации, которые могут быть включены в определение, мы намеренно не указываем: а) точность и конкретность, поскольку считаем, что достаточным признаком является достоверность, соответствие действительности таких сведений; б) существенность влияния инсайдерской информации на цены финансовых инструментов, ввиду того, что существенность – оценочный, субъективный критерий, который сложно доказать; в) содержание инсайдерской информации о ценных бумагах или об эмитенте, поскольку такая информация может касаться любых внутренних сведений, например, бухгалтерских или финансовых показателей компании; г) нормативная закрепленность таких сведений, поскольку законодательством не могут быть предусмотрены исчерпывающие перечни всех видов инсайдерской информации в силу стремительного развития отношений в данной сфере. Данные признаки инсайдерской информации можно назвать дополнительными или факультативными в связи с тем, что их отсутствие не всегда исключает инсайдерский характер информации.

Наиболее важным и специфическим признаком инсайдерской информации считаем возможность оказания воздействия на цены финансовых инструментов. Мы разделяем позицию Е. А. Мамочки, которая называет данный признак инсайдерской информации «основополагающим», поскольку он содержит ее «главное свойство» – способность воздействовать на участников соответствующего рынка[37].

К терминам, близким к «инсайдерской информации», в качестве сопутствующих категорий следует отнести «инсайдер», «инсайдерская сделка/инсайдерская торговля»[38].

Необходимость закрепления данных понятий на законодательном уровне не всегда присутствует, поскольку их определения можно сформулировать из термина «инсайдерская информация».

В европейских правовых актах отсутствует определение термина «инсайдер», однако, не составляет труда понять, что под инсайдером в ЕС понимается физическое или юридическое лицо, имеющее доступ к инсайдерской информации до момента ее публичного раскрытия[39]. Основополагающий признак инсайдера, который наиболее точно отражает суть термина, – это доступ к инсайдерской информации. К вторичным признакам инсайдера можно отнести связь с компанией-эмитентом, родственные связи, процент участия в компании и др.

Термины «инсайдерская сделка» и «инсайдерская торговля» мы рассматриваем как синонимичные.

В смысле права ЕС инсайдерская торговля – это ситуация, при которой лицо владеет инсайдерской информацией и прямо или косвенно использует ее для приобретения за свой счет или за счет третьих лиц финансовых инструментов или

---

[37]Мамочка Е. А. Инсайдерская информация: понятие, признаки, проблемы // Территория новых возможностей. Вестник ВГУЭС. – 2016. – № 2. – С. 97.

[38]См. подробнее Engle E. Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison // European Business Law Review. – 2010. – Vol. 26. – P. 465-490.

[39]См. подробнее Gilotta S. Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis // European Business Organization Law Review. – 2012. – Vol. 13. – No 1. – P. 45-88.

распоряжения ими[40]. В действующем Регламенте ЕС о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг особо отмечается существенная характеристика инсайдерской торговли, которая заключается в несправедливом преимуществе, полученном в результате владения инсайдерской информацией, в ущерб третьим лицам, которые не владеют такой информацией, что, следовательно, подрывает целостность финансовых рынков и доверие инвесторов[41].

Таким образом, инсайдерская торговля представляет собой действия лиц, имеющих доступ к инсайдерской информации, направленные на осуществление сделок с ценными бумагами с использованием такой инсайдерской информации с целью получения финансовой выгоды.

В научной литературе, посвященной вопросам инсайдерской деятельности, авторами предпринимались попытки составления портрета инсайдера[42], схем поиска инсайдеров[43] и прогнозов инсайдерских атак[44]. Данные эксперименты выходят за рамки юридического анализа, в связи с чем не входят в предмет настоящего исследования, однако, являются интересным дополнительным источником изучения темы инсайдерской деятельности.

---

[40]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance), Art. 8 // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

[41]Там же, Preamble (23).

[42]См. подробнее Ahern K. R. Evidence from Illegal Insider Trading Tips // Marshall School of Business, University of Southern California. – 2014. – 83 p. // URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2511068 (дата обращения: 10.10.2017).

[43]Веденеев В. С., Бычков И. В. Средства поиска инсайдеров в корпоративных информационных системах // Безопасность информационных технологий. – 2014. – № 1. – С. 9-13.

[44]См. подробнее Максимова Е. А. Численное прогнозирование инсайдерских атак / Е. А. Максимова, Е. А. Витенбург, В. В. Богданов // Информационное противодействие угрозам терроризма: электрон. науч.-практ. журн. – 2015. – № 25 (т. 3). – С. 229–235.

1.2. Понятие и формы манипулирования рынком[45]

В отличие от инсайдерских сделок, к манипулированию рынком относится значительно более широкий спектр действий. Данный факт существенно усложняет определение термина «манипулирование рынком».

Несмотря на достаточно длительную историю института манипулирования на мировых финансовых рынках, единого подхода к определению термина «манипулирование рынком» не существует. Стоит согласиться с мнением А. Н. Данисевич в том, что «единственное, в чем сходятся точки зрения различных авторов, так это в том, что манипулирование на рынке – это нечестное намерение изменить цены активов»[46].

В соответствии с правом ЕС «под манипулированием рынком следует понимать сделки или торговые операции, которые дают или могут дать ложные или вводящие в заблуждение сигналы в отношении поставки, спроса или цены на финансовые инструменты, или которые устанавливают […] цену на один или несколько финансовых инструментов на искусственном уровне, либо уровне, отклоняющемся от нормы»[47]. Мы разделяем позицию Талис Путнинес[48] и Эмилиоса Авгулеаса[49] касательно того, что ЕС воспринимает подход, основанный на принципах, для описания запрещенных практик. По пути описания запрещенных практик пошел и российский законодатель.

---

[45]Выводы, изложенные в данном параграфе диссертации, были опубликованы в статье автора диссертационного исследования: Калинина Ю. В. Правовое понятие и формы манипулирования рынком // Ленинградский юридический журнал. – 2016. – № 4 (46). – С. 67-73.

[46]Данисевич А. Н. Международные и национальные подходы в области противодействия манипулированию рынком ценных бумаг // Проблемы укрепления законности и правопорядка: наука, практика, тенденции. – 2013. – №6. – С. 339.

[47]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Sec. 1 (2)(a) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.

[48]Putninës̆ T. J. Market manipulation: a survey. Stockholm School of Economics in Riga // Journal of Economic Surveys. – 2012. – Vol. 26. – No 5. – P. 954.

[49]Avgouleas E. E. The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis / Emilios E. Avgouleas. Oxford University Press. – 2005. – P. 105.

Таким образом, задача определения форм «манипулирования рынком» возлагается на суды и доктрину.

Практикой Суда ЕС выработаны основные элементы понятия «манипулирования рынком». Например, в решении по делу № С-445/09 ИМС Секьюритис Суд ЕС определил, что для того, чтобы цена финансового инструмента считалась зафиксированной на искусственном уровне по смыслу Директивы о рыночных злоупотреблениях, не предполагается, чтобы она удерживалась на таком уровне какой-то определенный период, достаточно лишь факта фиксации цены на таком уровне[50]. В другом решении по делу № С-248/11 Суд ЕС установил, что действие Директивы о рыночных злоупотреблениях 2003 г. распространяется на все финансовые инструменты, допущенные к торговле на регулируемом рынке как минимум одного государства-члена ЕС, либо на инструмент, в отношении которого сделан запрос о допуске к торговле на таком рынке вне зависимости от того, совершается ли фактически сделка на этом рынке или нет[51].

Юристы и экономисты по всему миру посвящают научные труды созданию теоретических моделей, способных выявить случаи манипулирования рынком.

М. Нелеманс предлагает считать нелегальным манипулированием необъяснимое давление на цены, которое происходит в случае, когда действиям манипулятора нет никаких объективных причин, им движут только корыстные цели – получить выгоду от собственных действий[52]. Легальным манипулированием автор считает объяснимое давление на цены, то есть такое давление, которому способствовали логичные для данного рынка действия манипулятора. Например, зная, что некая компания недооценена и этого еще не успели заметить другие участники рынка, инвестор покупает акции этой компании с тем, чтобы в

---

[50]Case C-445/09, Reference for a preliminary ruling: the College van Beroep voor het bedrijfsleven, 7 July 2011 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=107264&pageIndex=0&doclang=EN&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=431184 (дата обращения: 12.04.2018).

[51]Case C-248/11, Reference for a preliminary ruling: Curtea de Apel Cluj (Romania), 22 March 2012 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=120763&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=431868 (дата обращения: 20.01.2017); см. подробнее Баширов М. А. Международно-правовое регулирование доступа на рынки финансовых услуг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.10 / Баширов Михаил Андреевич. – М., 2010. – 21 с.

[52]Nelemans M. Redefining Trade-Based Market Manipulation // Valparaiso University Law Review. – 2008. – Vol. 42. – No 4. – P. 1194.

дальнейшем продать их по более высокой цене. В данном случае манипулятором движет желание обогатиться, однако, его поведение приводит к изменению цены до ее справедливого уровня, что повышает рыночную эффективность.

Отдельные авторы обращают внимание на то, что необходимо различать умышленное манипулирование рынком и технические ошибки, в результате которых происходит такое манипулирование, повлекшее «изменение цены актива, объема торгов или иных показателей». В качестве примера О. С. Беломытцева и И. П. Супис приводят «случайную опечатку, вследствие которой годовая прибыль компании исчисляется тысячами рублей вместо миллионов»[53].

В связи с наличием большого количества форм и методов воздействия на цены, спрос, предложение и объемы торгов, все виды манипулирования рынком следует классифицировать.

Целесообразным представляется разделение на три условных формы манипулирования рынком, воспринятое на уровне Европейского союза: информационное манипулирование, фиктивные или вводящие в заблуждения сделки и манипулирование ценами. Аналогичный подход встречается и в работах европейских авторов[54].

В качестве примера информационного манипулирования можно привести предоставление брокером или инвестиционным консультантом совета или рекомендации, вводящей участника рынка в заблуждение, или распространение ложной положительной (отрицательной) информации о ценной бумаге с целью повышения (понижения) ее цены.

Два старейших и самых известных примера информационного манипулирования – это дело Р против Де Беренгер[55] и дело банкира Натана

---

[53]Беломытцева О. С., Супис И. П. Организация противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в российской федерации // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского Института Бизнеса. – 2016. – № 3 (36). – С. 240.

[54]Avgouleas E. E. The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis / Emilios E. Avgouleas. Oxford University Press. – 2005. – P. 118-119; Lachat A. H. The economics behind market abuse and a comparative analysis of the legal framework in Switzerland and the EU. – 2009. – P. 32.

[55]См. подробнее Gurney W. B. The trial of Charles Random de Berenger, Sir Thomas Cochrane, commonly called Lord Cochrane, the Hon. Andrew Cochrane Johnstone, Richard Gathorne Butt, Ralph Sandom, Alexander M'Rae, John Peter Holloway and Henry Lyte for a conspiracy: in the court of King's Bench, Guildhall, on Wednesday the 8th and Thursday the 9th of June, 1814 / William Brodie Gurney. – Butterworth and son ... and Gale, Curtis and Fenner, 1814. – 604 p. // URL:

Ротшильда[56]. В обоих случаях манипулирование было основано на распространении ложной информации о смерти Наполеона, что значительно влияло на стоимость ценных бумаг британского правительства в начале XIX века. В первом деле английские аристократы распространили информацию через подставное лицо под видом французского офицера. После таких новостей недобросовестные участники рынка смогли продать свои акции по завышенной цене. В деле Натана Ротшильда инвесторы были введены в заблуждение слухами о том, что битва при Ватерлоо была проиграна. Банкир Ротшильд был вынужден понижать цену на акции и в то же время тайно приобретал активы, зная, что Веллингтон уже выигрывал сражение.

Второй категорией манипулирования рынком являются фиктивные или вводящие в заблуждения сделки. Такое манипулирование было распространено в США в 1920-ые гг. Брокеры с Уолл-стрит на регулярной основе принимали участие в сделках, в которых в качестве продавца и покупателя выступал один оператор, либо покупатель и продавец были разные, но находились в сговоре[57]. Первое руководство Комитета европейских регуляторов рынков ценных бумаг в отношении Директивы ЕС о злоупотреблениях на рынке содержало следующее положение: «[…] Примером может быть перемещение товаров с тем, чтобы создать ложное впечатление о спросе на данный товар […]»[58].

Такая схема похожа на информационное манипулирование в том смысле, что она также преследует цель распространить ложную или вводящую в заблуждение информацию на рынке. Как правило, это фиктивная сделка купли-продажи ценных бумаг, в ходе которой собственник одновременно продаёт и покупает одни и те же

---

https://books.google.ru/books?id=-UooAAAAMAAJ&dq=R+vs+De+Berenger&hl=ru&source=gbs_navlinks_s (дата обращения: 10.10.2017).

[56]См. подробнее Cathcart B. The Rothschild Libel: Why has it taken 200 years for an anti-Semitic slur that emerged from the Battle of Waterloo to be dismissed? (3 May 2015) // URL: http://www.independent.co.uk/news/uk/home-news/the-rothschild-libel-why-has-it-taken-200-years-for-an-anti-semitic-slur-that-emerged-from-the-10216101.html (дата обращения: 10.10.2017).

[57]Avgouleas E. E. The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis / Emilios E. Avgouleas. Oxford University Press. – 2005. – P. 118-119; Lachat A. H. The economics behind market abuse and a comparative analysis of the legal framework in Switzerland and the EU. – 2009. – P. 130.

[58]CESR guidance on the EC Market Abuse Directive. The Committee of European Securities Regulators, 2004, P. 13 // URL: http://www.esma.europa.eu/system/files/04_505b.pdf (дата обращения: 15.02.2017).

акции через разных посредников, создавая видимость активных торгов и привлекая потенциальных инвесторов. В данном случае манипуляторы могут участвовать в целой серии сделок, о которых было объявлено публично, с тем, чтобы создать впечатление активности ценных бумаг[59].

Манипулирование, основанное на ценообразовании, является прямой атакой на целостность механизма формирования цен на рынке[60]. Примером данного вида манипулирования рынком может быть ситуация, при которой трейдер пытается манипулировать рынком, покупая и затем продавая активы, не совершая каких-либо публичных действий, не имея целью изменения цены активов или распространение ложной информации для изменения цены активов. Целью такой формы манипулирования, основанного на осуществлении реальных сделок, является повышение или понижение цены в будущем таким образом, чтобы недобросовестный участник рынка позднее смог разгрузить свою позицию по более высокой цене или увеличить свои активы по более низкой. Подобная форма манипулирования состоит из реальных и законных сделок, и единственным спорным элементом является намерение трейдера.

В качестве примера третьего вида манипулирования можно привести дело США против Милкена[61]. Корпорация Викс имела примерно 8 млн. акций, которые она выпустила в 1985 г. Оговорка о погашении акций позволяла компании погасить их до мая 1988 г. при условии, что цена при закрытии биржи должна была быть равна или превышать $ 6,125 за акцию. Майкл Милкен, который действовал от лица Викс, попросил Ивана Боски купить достаточное количество акций корпорации, чтобы цена за акцию достигла необходимого уровня, что предотвратило бы какие-либо потери. Манипулирование было реализовано успешно, и корпорация Викс смогла погасить свои акции.

---

[59]Там же, P. 11.
[60]Там же.
[61]Fischel D., Ross D. Should the law prohibit manipulation in financial markets? // Harvard Law Review. – 1991. – No 105. – P. 530-532.

Таким образом, практика манипулирования рынком очень разнообразна и обширна[62]. Следует учитывать, что исследованы могут быть только случаи зафиксированного или доказанного манипулирования рынком, что только частично отражает реальную ситуацию на мировых финансовых рынках.

Под манипулированием рынком следует понимать поведение лица, осуществляемое посредством одного или нескольких следующих действий: ложные заявления, искажение или сокрытие информации, фиктивные сделки и торговые схемы, которые осуществляются и структурированы таким образом, чтобы привлечь игроков рынка к участию в торговле финансовыми инструментами или к осуществлению их прав в отношении финансовых вложений таким образом, чтобы либо произошло изменение цены на эти вложения до неестественного уровня, либо чтобы лицо, осуществляющее данную деятельность, могло получить финансовые выгоды, которые были бы невозможны при условии отсутствия такого поведения. Подобное синтезированное определение дает четкое представление о природе манипулирования рынком; оно представляется нам исчерпывающим, включает все обязательные и факультативные элементы содержания данного термина. В основе настоящего исследования используется данное значение манипулирования рынком.

[62]См. подробнее Austin J. Unusual Trade or Market Manipulation? How Market Abuse is Detected by Securities Regulators, Trading Venues and Self-Regulatory Organizations // Journal of Financial Regulation. – 2015. – Vol. 1. – No. 2. – P. 263–283.

§ 2. Становление правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС[63]

2.1. Основные этапы развития права ЕС в области противодействия рыночным злоупотреблениям

Правовое регулирование противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в Европейском союзе формировалось постепенно[64]. Это связано с непрерывным ростом и развитием финансовых рынков внутри ЕС, глобализацией и интеграцией финансовой сферы в целом, что на каждом этапе показывало несовершенство текущего правового регулирования[65]. Предлагаем разделить историю правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС на три условных этапа: 1) период 1977-1999 гг.; 2) период 1999-2007 гг.; 3) период 2007 г. – по настоящее время.

Первый этап истории регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг ЕС начался в 1977 г., когда была опубликована Рекомендация ЕК 77/534/ЕЕС о Европейском кодексе поведения в отношении обращающихся ценных бумаг[66]. Она содержала запрет на ненадлежащее использование ценообразующей информации[67].

---

[63]Выводы, изложенные в данном параграфе диссертации, были опубликованы в статье автора диссертационного исследования: Калинина Ю. В. Новый этап правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС: реформа или революция? // Финансовое право. – 2017. – № 6. – С. 37-40.

[64]См. подробнее Марченко М. Н., Дерябина Е. М. Право Европейского союза. Вопросы истории и теории : учебное пособие / М. Н. Марченко, Е. М. Дерябина – М. : Проспект, 2013. – 432 с.

[65]См. подробнее Некрасов А. И. Правовое регулирование финансовых услуг в Европейском Союзе : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Некрасов Андрей Игоревич. – М., 2012. – 232 с.

[66]Commission Recommendation 77/534/EEC of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31977H0534 (дата обращения: 20.10.2017).

[67]Там же, Art. 12(B(b)).

Такой неглубокой формулировки было недостаточно, и поэтому до середины 1980-х гг. сближение национальных законодательств государств-членов ЕС в данной области было практически невозможно. Ситуация поменялась с принятием в 1986 г. Единого европейского акта[68]. Документ был посвящен цели создания единого внутреннего рынка и был направлен на дальнейшее углубление интеграционного процесса[69]. Основная идея заключалась в либерализации и интеграции рынков посредством принятия общей нормативной базы. В соответствии с Единым европейским актом, гармонизация пруденциального регулирования деятельности кредитных и финансовых институтов происходила посредством трех актов: 1) Второй Директивы Совета 89/646/ЕЭС от 15 декабря 1989 г. о координации законов, регламентов и административных положений в отношении приобретения и продолжения ведения коммерческой деятельности кредитных учреждений и внесении изменений и дополнений в Директиву 77/780/ЕЭС (Банковской директивы)[70], 2) Директивы Совета 93/22/ЕЭС от 10 мая 1993 г. об инвестиционных услугах в сфере обращения ценных бумаг (Директивы об инвестиционных услугах)[71] и 3) Директивы Совета 93/6/ЕЭС от 15 марта 1993 г. о достаточности капитала инвестиционных фирм и кредитных организаций[72]. Цели повышения транспарентности и запрет инсайдерских сделок были закреплены в Директиве Совета 89/592/ЕЭС от 13 ноября 1989 г. о координации положений об инсайдерских сделках[73], Директиве Совета 89/298/ЕЭС от 17 апреля 1989 г. о координации требований для составления, проверки и распространения проспектов, подлежащих опубликованию в ситуациях, когда обращающиеся

[68]Single European Act 1987 // Official Journal of European Union. – 1987. – No L 169. – P. 1–28.
[69]Бирюков М. М. Европейское право: до и после Лиссабонского договора : учебное пособие / М. М. Бирюков. – М. : Статут, 2013. – С. 24.
[70]Second Council Directive 89/646/EEC of 15 December 1989 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions and amending Directive 77/780/EEC // Official Journal of European Union. – 1989. – No L 386. – P. 1-13.
[71]Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field // Official Journal of European Union. – 1993. – No L 141. – P. 27-46.
[72]Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions // Official Journal of European Union. – 1993. – No L 141. – P. 1-26.
[73]Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing // Official Journal of European Union. – 1989. – No L 334. – P. 30-32.

ценные бумаги публично предлагаются (о публичных проспектах)[74] и Директиве Совета 88/627/ЕЭС от 12 декабря 1988 г. об информации, подлежащей опубликованию в связи с приобретением или отчуждением мажоритарного участия в капитале публичной компании[75].

В 1989 г. была принята Директива 89/592/ЕЭС о координации положений об инсайдерских сделках[76]. Она определила в ст. 1 инсайдерскую информацию как точную информацию, которая не была публично раскрыта, относится к одному или нескольким эмитентам обращающихся ценных бумаг, которая в случае ее раскрытия, скорее всего, окажет существенное влияние на цену соответствующих обращающихся ценных бумаг[77]. В соответствии со ст. 2 каждое государство-член ЕС должно запретить любому лицу, которое обладает инсайдерской информацией, получать выгоду из владения такой информацией лично или от лица третьих лиц[78]. Директива предусматривала аналогичный запрет в отношении вторичных инсайдеров[79]. Согласно ст. 8 была предусмотрена обязанность государств-членов ЕС определить соответствующий уполномоченный государственный орган, который осуществлял бы контролирующие и надзорные функции и мог взаимодействовать с аналогичными органами иных государств[80].

Данная Директива стала первым шагом на пути к становлению системы правовых норм в области противодействия инсайдерским сделкам. Она показала важность защиты прав инвесторов и совершения исключительно правомерных сделок на рынке ценных бумаг. Тем не менее, многие вопросы остались нерешенными, и в результате цель интеграции сохраняла свою актуальность[81].

---

[74]Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public // Official Journal of European Union. – 1989. – No L 124. – P. 8-15.

[75]Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of // Official Journal of European Union. – 1988. – No L 348. – P. 62-65.

[76]Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing // Official Journal of European Union. – 1989. – No L 334. – P. 30-32.

[77]Там же, Art. 1.

[78]Там же, Art. 2.

[79]Там же, Art. 4.

[80]Там же, Art. 8.

[81]См. подробнее Шеленкова Н. Б. Современные правовые проблемы европейской интеграции : автореф. дис. ... д-ра юрид. наук : 12.00.10 / Шеленкова Наталья Борисовна. – М., 2005. – 62 с.

Второй этап развития правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС начался в мае 1999 г. В научных кругах отмечается особая необходимость в то время «новой точки опоры для экономического роста […] – сектор финансовых услуг, который до этого практически не регулировался правовыми нормами ЕС»[82]. В 1999 г. был опубликован «План действий в сфере финансовых услуг»[83], в котором констатировалась неэффективность существующего режима регулирования финансового сектора ЕС, необходимость установления основ для его реформирования. Одной из целей Плана было создание единого правового регулирования для интегрированных рынков ценных бумаг и деривативов и создание единого рынка ЕС. В качестве одной из мер реализации поставленной цели предусматривалась подготовка проекта новой директивы о манипулировании рынком[84].

В 2000 г. Советом был создан Комитет мудрецов[85], который должен был предложить своевременную и эффективную организационно-правовую процедуру для реализации данного Плана. Она была запущена и получила название «процесс Ламфалусси»[86]. Процедура была разделена на четыре уровня[87]. На первом уровне было предусмотрено принятие Советом и Европейским парламентом основополагающих принципов правового регулирования определенной области в виде директив или регламентов. На втором уровне предполагалось принятие Европейской комиссией технических имплементирующих мер в исполнение актов

---

[82]Касьянов Р. А. Совершенствование правового регулирования сферы финансовых услуг в Европейском союзе // Право и управление. XXI век. – 2014. – № 3. – С. 19.

[83]Financial Services Action Plan 1999 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM%3Al24210 (дата обращения: 10.10.2017).

[84]См. подробнее Enriques L, Gatti M. Is there a uniform EU Securities law after the Financial Services Action Plan? // Stanford Journal of Law, Business & Finance. – 2008. – Vol. 14. – No 1. – P. 43-82.

[85]Formal mandate of the Committee of Wise Men 2001 // URL: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/mandate_en.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

[86]Lamfalussy Report // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/report/index_en.htm (дата обращения: 10.10.2017).

[87]См. подробнее Дмитриева Ю. В. Интеграция финансов на европейском пространстве: урок, или пример, для российской действительности // Евразийская интеграция: экономика, право, политика. – 2011. – № 9. – С. 71-78; Duncan A. The Lamfalussy Process and EU Bank Regulation: Another Step on the Road to Pan-European Bank Regulation? // Annual Review of Banking & Finance Law. – 2006. – Vol. 25. – P. 389-442; Möllers T. M. J. Sources of Law in European Securities Regulation Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to de Larosiere // European Business Organization Law Review II. – 2015. – Vol. 11. – No 3. – P. 379-407.

первого уровня (в виде директив). Третий уровень предполагал разработку разъяснений, рекомендаций, руководств, стандартов Комитетом европейских регуляторов рынков ценных бумаг[88] в исполнение актов первого и второго уровней. На четвертом уровне предполагалось осуществление надзора Европейской комиссией за соблюдением государствами-членами норм права ЕС и принятием мер в случае выявления нарушений.

Всего в тот период в рамках первого уровня процесса Ламфалусси были приняты четыре директивы: 1) Директива 2004/39/ЕС Европейского Парламента и Совета от 21 апреля 2004 г. о рынках финансовых инструментов, вносящая поправки в Директивы Совета 85/611/ЕЭС и 93/6/ЕЭС и в Директиву 2000/12/ЕС Европейского Парламента и Совета, а также отменяющая Директиву Совета 93/22/ЕЭС (Директива о рынках финансовых инструментов)[89], 2) Директива Европейского Парламента и Совета 2003/71/ЕС от 4 ноября 2003 г. о проспекте, издаваемом при публичном предложении ценных бумаг или допуске ценных бумаг к торгам, вносящая изменения в Директиву 2001/34/ЕС (Директива о проспектах)[90], 3) Директива 2004/109/ЕС Европейского Парламента и Совета от 15 декабря 2004 г. о гармонизации требований к прозрачности в отношении информации об эмитентах, ценные бумаги которых были допущены к торгам на регулируемом рынке (Директива о транспарентности)[91] и 4) Директива 2003/6/ЕС Европейского Парламента и Совета от 28 января 2003 г. об инсайдерских сделках и манипулировании на рынке ценных бумаг (о рыночных злоупотреблениях) (Директива ЕС о рыночных злоупотреблениях)[92].

---

[88]Комитет европейских регуляторов рынков ценных бумаг (the Committee of European Securities Regulators (CESR)) 1 января 2011 года заменен на Европейский орган по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority (ESMA)) // Официальный сайт: https://www.esma.europa.eu/ (дата обращения: 10.10.2017).

[89]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 of European Union. – 2004. – No L 145. – P. 1-44.

[90]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 of European Union. – 2003. – No L 345. – P. 64-89.

[91]Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation 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 of European Union. – 2004. – No L 390. – P. 38-57.

[92]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 of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.

30 мая 2001 г. Европейская комиссия предложила Проект Директивы об инсайдерских сделках и манипулировании рынком (рыночных злоупотреблениях)[93].

Данное предложение было особенно актуально в тот момент по нескольким причинам. Во-первых, Директива 89/592/ЕЭС о координации норм в области инсайдерской деятельности не отвечала актуальным требованиям финансовых рынков в области противодействия инсайдерской деятельности в силу того, что она была принята более 10 лет назад и ее положения устарели. Во-вторых, на уровне ЕС отсутствовало правовое регулирование противодействия манипулированию рынком, что было крайне необходимо. В-третьих, национальное законодательство государств-членов ЕС содержало большое количество различных норм в отношении злоупотреблений на рынке ценных бумаг, отличающихся друг от друга в зависимости от юрисдикции. Такие расхождения приводили к искажению конкуренции на европейских финансовых рынках. В-четвертых, интеграция финансовых рынков требовала единых стандартов, которых можно было достичь путем сближения, а не расхождения национальных законодательств государств-членов ЕС. В-пятых, в связи с увеличивающейся трансграничной деятельностью участников рынка было необходимо на уровне ЕС обеспечить эффективную скоординированную совместную работу регулирующих и надзорных органов различных государств в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг[94].

Проект Директивы о рыночных злоупотреблениях от 30 мая 2001 г. предполагал повышение стандартов интеграции рынка ценных бумаг в рамках ЕС. Он был основан на принципе транспарентности и режиме равноправия участников рынка, требовал укрепления сотрудничества и повышения уровня обмена информацией между национальными уполномоченными органами. Среди

[93]Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) 28 August 2001 // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52001PC0281 (дата обращения: 10.10.2017).

[94]См. подробнее Четвериков А. О. Правовое регулирование либерализации трансграничных отношений: опыт Европейского Союза : дис. ... д-ра. юрид. наук : 12.00.10 / Четвериков Артем Олегович. – М., 2010. – 518 с.

преимуществ этого проекта особо следует отметить нацеленность на снижение потенциальных разночтений и противоречий, восполнение пробелов в правовом регулировании, создание принципиальной основы распределения обязанностей, правоприменения и кооперации в рамках ЕС. Директива имела целью гармонизацию правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в рамках ЕС. Предполагалось, что Директива ЕС о рыночных злоупотреблениях будет способствовать усилению защиты инвесторов и тем самым сделает европейский финансовый рынок более привлекательным.

Директива о рыночных злоупотреблениях была принята 3 декабря 2002 г.[95] и носила название Директива 2003/6/ЕС от 28 января 2003 г. об инсайдерских сделках и манипулировании рынком (о рыночных злоупотреблениях) (далее – «Директива ЕС о рыночных злоупотреблениях 2003 г.»)[96]. Она была опубликована в Официальном журнале 12 апреля 2003 г. Согласие по содержанию Директивы было достигнуто оперативно.

На втором уровне процесса Ламфалусси данная Директива («рамочный акт»[97] или «базовая директива»[98]) была дополнена имплементирующими актами, которые определяют некоторые технические составляющие ее реализации. 22 декабря 2003 г. Европейская комиссия приняла первый пакет мер во исполнение Директивы о рыночных злоупотреблениях, включающих Директиву ЕК 2003/124/ЕС об имплементации Директивы 2003/6/ЕС в отношении определения и публичного раскрытия инсайдерской информации и определения манипулирования рынком[99]; Директиву ЕК 2003/125/ЕС об имплементации Директивы 2003/6/ЕС в отношении объективного представления инвестиционных рекомендаций и раскрытия

---

[95]European Commission Press release «Securities markets: Commission welcomes Council's adoption of Market Abuse Directive» 3 December 2002 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-02-1789_en.htm?locale=ru (дата обращения: 10.10.2017).

[96]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 of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.

[97]Касьянов Р. А. Основные инициативы Евросоюза в борьбе с рыночными злоупотреблениями (2003– 2014 гг.) // Вестник МГИМО-Университета. – 2014. – № 4 (37). – С. 245.

[98]Лифшиц И. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском союзе / И. М. Лифшиц. – М. : Статут, 2012. – С. 162-172.

[99]Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 339. – P. 70-72.

конфликтов интересов[100]; Регламент ЕК 2273/2003 об имплементации Директивы 2003/6/ЕС в отношении исключений для обратного выкупа и стабилизации финансовых инструментов[101]. 29 апреля 2004 г. был принят второй пакет мер во исполнение Директивы о рыночных злоупотреблениях 2003 г. в виде Директивы ЕК 2004/72/ЕС об имплементации Директивы 2003/6/ЕС в отношении принятых рыночных практик, определения инсайдерской информации в отношении производных ценных бумаг на товары, составления списков инсайдеров, уведомления о сделках менеджеров и сомнительных сделках[102].

На третьем уровне процесса Ламфалусси Комитет европейских регуляторов рынков ценных бумаг опубликовал руководящие указания для государств-членов ЕС (май 2005 г.[103], июль 2007 г.[104], май 2009 г.[105]), определяющие основные принципы при применении Директивы ЕС о рыночных злоупотреблениях 2003 г. и обеспечивающие единый подход контролирующих органов государств-членов ЕС к регулированию противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.

Директива ЕС о рыночных злоупотреблениях 2003 г. и другие вышеуказанные акты по ее реализации представляют собой совокупность подробных и детализированных правил, регулирующих противодействие инсайдерской деятельности и манипулированию рынком на уровне ЕС, и оставляют за государствами-членами ЕС минимальные полномочия по их

---

[100]Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 339. – P. 73-77.

[101]Commission Regulation (EC) 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 336. – P. 33-38.

[102]Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2004. – No L 162. – P. 70-75.

[103]Market Abuse Directive Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, May 2005 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

[104]Market Abuse Directive Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007 // URL: http://www.cesr-eu.org/data/document/06_562b.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

[105]Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, May 2009 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_219.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

интерпретации, поскольку Директива ЕС о рыночных злоупотреблениях 2003 г. основана на принципе максимальной гармонизации[106].

Директива ЕС о рыночных злоупотреблениях 2003 г. регулирует вопросы двух категорий: инсайдерская деятельность и манипулирование рынком. Именно эти две практики составляют вместе понятие «злоупотребления на рынке ценных бумаг» в смысле права ЕС[107].

Целью правового регулирования противодействия инсайдерской деятельности и манипулирования рынком является обеспечение целостности рынка финансовых услуг и повышения доверия инвесторов на этих рынках[108], а также создание согласованных механизмов борьбы с рыночными злоупотреблениями в странах ЕС.

Центральным для применения запрета инсайдерских сделок является определение инсайдерской информации. Согласно ст. 1 Директивы о рыночных злоупотреблениях, под инсайдерской информацией понимается информация, которая удовлетворяет следующим условиям:

► информация должна быть точной. В соответствии с Директивой 2003/124/ЕС[109], информация является точной, если она указывает на событие (или стечение обстоятельств), которое уже произошло, или есть основания полагать, что произойдет, и если оно достаточно конкретное для определения возможного влияния такого события (или стечения обстоятельств) на цену финансовых инструментов. Слухи и спекуляции исключены из определения инсайдерской информации[110]. Тем не менее, информация не должна быть полной, чтобы считаться точной. Например, выражение интереса компанией на торгах без указания цены можно рассматривать как точную информацию;

---

[106]См. подробнее Enriques L, Gatti M. Is there a uniform EU Securities law after the Financial Services Action Plan? // Stanford Journal of Law, Business & Finance. – 2008. – Vol. 14. – No 1. – P. 43-82.
[107]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Preamble (12) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.
[108]Там же.
[109]Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 339. – P. 70-72.
[110]Там же, Art. 1.

► информация должна быть непубличной. Информация, которая становится доступной на коммерческой основе, например, за счет платной подписки, считается общественной информацией[111]. При этом не имеет значения, стала такая информация известна общественности из-за неправильного раскрытия эмитентом или третьей стороной, или нет;

► информация должна прямо или косвенно касаться эмитента или финансового инструмента. Комитет европейских регуляторов ценных бумаг предоставил в ст. 1.1 своего второго Руководства[112] список событий (не исчерпывающий, а ориентировочный), которые могут быть рассмотрены как инсайдерская деятельность. Тем не менее, Комитет предупреждает, что при определении инсайдерской информации необходимо учитывать материальные составляющие такого события. Кроме того, Директива ЕС о рыночных злоупотреблениях 2003 г. говорит о том, что инсайдерская информация, которая косвенно относится к эмитенту или финансовым инструментам, может или могла бы оказать существенное влияние на изменение и формирование цен регулируемого рынка;

► информация должна иметь определённые последствия для цен на финансовые инструменты, если раскрытие было сделано публично[113]. Согласно положениям Директивы 2003/124/ЕС это означает, что из такой информации должно быть ясно, будут ли разумные инвесторы использовать ее в рамках своих инвестиционных решений[114]. Комитет европейских регуляторов ценных бумаг считает, что главный вопрос состоит в определении степени вероятности значительного влияния такой информации на ситуацию на рынке ценных бумаг[115]. В определения вероятности влияния на цену, следующие факторы должны быть

[111]Там же, Art. 2.
[112]Market Abuse Directive Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007 // URL: http://www.cesr-eu.org/data/document/06_562b.pdf (дата обращения: 10.10.2017).
[113]Там же, Art. 1.2.
[114]Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation (Text with EEA relevance), Art. 2 // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 339. – P. 70-72.
[115]Market Abuse Directive Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007, Art. 1.10 // URL: http://www.cesr-eu.org/data/document/06_562b.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

приняты во внимание: относительная значимость события в общем контексте деятельности эмитента, актуальность информации, цена финансового инструмента, надежность источника рыночных факторов, которые влияют на цену указанного финансового инструмента[116].

Формальный запрет инсайдерских сделок содержится в ст. 2 Директивы о рыночных злоупотреблениях. Директива ЕС о рыночных злоупотреблениях 2003 г. разделяет первичных и вторичных инсайдеров[117]. Запрет инсайдерских сделок охватывает три вида деятельности: торговлю финансовыми инструментами за собственный счет или за счет третьих лиц лицами, в распоряжении которых находится инсайдерская информация, связанная с этими инструментами[118]; раскрытие инсайдерской информации любому другому лицу, если раскрытие такой информации не производится в ходе обычной профессиональной деятельности[119]; и рекомендации или побуждение другого лица к торговле финансовыми инструментами на основе владения инсайдерской информацией[120]. Следует особо отметить, что ни намерение, ни получение финансовой выгоды не являются необходимыми элементами для запрета подобных сделок.

Формальный запрет манипулирования рынком содержится в ст. 5 Директивы о рыночных злоупотреблениях 2003 г. и сформулирован следующим образом: «Государства-члены должны запрещать любому лицу участвовать в манипулировании рынком»[121]. Манипулированием рынком, в соответствии с ст. 1 (2) Директивы о рыночных злоупотреблениях, признаются: а) сделки или разрешения на участие в торгах, которые способствуют распространению ложной или вводящей в заблуждение информации о предложении, спросе и цене финансовых инструментов; поддерживают цены на финансовые инструменты на искусственном или неестественном уровне; используют обманные и

---

[116]Там же.
[117]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Art. 4 // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.
[118]Там же, Art. 2(1).
[119]Там же, Art. 3(a).
[120]Там же, Art. 3(b).
[121]Там же, Art. 5.

мошеннические схемы; б) распространение через средства массовой информации, сеть Интернет или иными способами ложной или вводящей в заблуждение информации о предложении, спросе и цене финансовых инструментов (включая слухи). Определение манипулирования рынком дополняется Директивой ЕС 2003/124[122], содержащей неисчерпывающий список признаков, которые должны быть приняты во внимание компетентными органами при потенциальном манипулятивном поведении.

Определение манипулирования рынком, данное в Директиве о рыночных злоупотреблениях 2003 г., лишено субъективных элементов. Получение финансовой выгоды или намерения совершить действия, подпадающие под манипулирование рынком, не фигурирует ни как основной элемент манипулирования, ни как условие совершения правонарушения.

Директива ЕС о рыночных злоупотреблениях 2003 г. предусматривает несколько мер, предотвращающих злоупотребления на рынке ценных бумаг. В частности, в целях предупреждения инсайдерских правонарушений предусмотрены следующие процедуры: раскрытие инсайдерской информации эмитентом[123], раскрытие сделок с участием менеджеров или управленцев компании[124], ведение списка инсайдеров[125]. В целях предупреждения манипулирования рынком предусмотрены: обязанность профессиональных участников рынка направлять уведомления о подозрительных сделках[126],

---

[122]Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 339. – P. 70-72.

[123]Там же, Art. 6(1); см. подробнее Di Noia C., Gargantini M. The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions // European Company and Financial Law Review. – 2012. – Vol. 9. – No 4. – P. 484–529.

[124]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Art. 6(4) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25; Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions (Text with EEA relevance), Art. 6 // Official Journal of European Union. – 2004. – No L 162. – P. 70-75.

[125]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Art. 6(3) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25; Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions (Text with EEA relevance), Art. 5 // Official Journal of European Union. – 2004. – No L 162. – P. 70-75.

[126]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Art. 6(9) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25; Commission

раскрытие обязательств, имеющих отношение к инвестиционным рекомендациям[127], особые правила, относящиеся к деятельности журналистов[128], средства защиты от рисков манипулирования рынком, предусмотренные Регламентом 2273/2003[129]: программы обратного выкупа и деятельность по стабилизации[130].

Директива ЕС о рыночных злоупотреблениях 2003 г. предусматривает ответственность за нарушение ее положений. Государства-члены ЕС обязаны применять меры административной ответственности к лицам, нарушающим требования Директивы[131]. В вопросах ответственности отсутствует гармонизация норм права ЕС: государства-члены ЕС самостоятельно предусматривают специальную ответственность и ее объем[132], однако, она должна быть эффективной, соразмерной, сдерживающей[133].

Соблюдение положений Директивы о рыночных злоупотреблениях 2003 г. обеспечивается следующим образом. Ст. 11 Директивы о рыночных злоупотреблениях 2003 г. предусматривает создание единого административного органа в каждом государстве-члене, уполномоченного обеспечить соответствие национального законодательства требованиям Директивы[134]. Например, 1 августа 2003 г. во Франции был принят Закон «О финансовой безопасности»[135], в соответствии с которым был создан Орган по надзору за рынком ценных бумаг[136],

---

Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions (Text with EEA relevance), Art. 7-9 // Official Journal of European Union. – 2004. – No L 162. – P. 70-75.

[127]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Art. 6(5) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.

[128]Там же, Art. 1(2c).

[129]Commission Regulation (EC) 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 336. – P. 33-38.

[130]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Art. 8 // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.

[131]Там же, Art. 14(1).

[132]Там же, Art. 12.

[133]Там же, Art. 14(1).

[134]Там же, Art. 11.

[135]Loi № 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière // URL: https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000428977&dateTexte=&categorieLien=id (дата обращения: 10.10.2017).

[136]L'Autorité des marchés financiers (France). Официальный сайт // URL: http://www.amf-france.org/.

на который возлагались функции по контролю за корпоративными финансами, финансовой информацией, услугами по управлению инвестициями, финансовым рынком и др.

Государства-члены ЕС разделяют компетенцию между собой в случае трансграничных дел[137]. Вводится обязанность компетентных национальных органов сотрудничать друг с другом путем обмена информации, уведомления о подозрительных действиях, проведения расследований по запросу, разрешение участия в таких расследованиях персоналу компетентных национальных органов других государств-членов ЕС[138]. Был введен минимальный объем компетенции национальных-органов ЕС – надзорные и следственные функции[139].

Государства-члены ЕС были обязаны имплементировать положения Директивы о рыночных злоупотреблениях 2003 г. и дополняющих ее директив не позднее, чем через 18 месяцев с момента опубликования Директивы о рыночных злоупотреблениях, то есть до 12 октября 2004 г.[140]

Широко признано, что новые правила, направленные на противодействие злоупотреблениям на финансовых рынках ЕС, привели к реализации многих целей и представляет собой важное достижение на пути дальнейшей интеграции финансового рынка ЕС.

Европейская комиссия оценила действие Директивы в целом как «положительное»: были определены различные виды рыночных злоупотреблений, создана система наделения полномочиями и контролирующими функциями, установлены меры ответственности[141].

---

[137]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Art. 10 // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.
[138]Там же, Art. 16.
[139]Там же, Art. 12.
[140]См. подробнее Christensen H. B., Hail L., Leuz C. Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement // Review of Financial Studies. – 2016. – Vol. 29. – No 11. – P. 2885-2924.
[141]См. подробнее Call for evidence of the Commission. Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive) // URL: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

В доктринальных источниках авторы одинаково положительно характеризуют действие Директивы о рыночных злоупотреблениях[142]. Р. А. Касьянов оценивает Директиву следующим образом: «Данный акт вторичного права ЕС, принятый более десяти лет назад, выполнил свою основную задачу: создал благоприятные условия для гармонизации понятийного аппарата и правил, связанных с рыночными злоупотреблениями, поспособствовал укреплению целостности европейских финансовых рынков и обеспечению защиты законных интересов инвесторов, в том числе путем укрепления сотрудничества между регуляторами государств-членов ЕС»[143].

Применение новых правил Директивы о рыночных злоупотреблениях 2003 г. позволило выявить определенные недостатки и несоответствия. Они изложены в Докладе, опубликованном Группой экспертов европейских фондовых рынков в 2007 г. [144] Выявленные недостатки касаются результатов гармонизации национального законодательства государств-членов ЕС или неверной интерпретации на втором и третьем уровне процесса Ламфалусси в отношении технической реализации и руководств.

Такие вопросы включают в себя:

- преобладающее использование директив второго уровня, а не регламентов, что привело к менее гармонизированной нормативно-правовой базе в рамках ЕС, несмотря на достаточно высокий уровень разработанности и детализированности директив;

- правовая неопределенность и расхождения при имплементации норм ЕС в государствах-членах ЕС о запрете инсайдерской торговли. В частности, некоторые страны, например, Испания интерпретировали ст. 2 (1) о запрете торговли инсайдерской информацией при ее распоряжении, в то время как другие

[142]См. подробнее Shahzad K., Mertens G. The European Market Abuse Directive: Has it Worked? // Journal of International Financial Management & Accounting. – 2017. – Vol. 28. – No 1. – P. 1-43.
[143]Касьянов Р. А. Европейский Союз готов пересечь Рубикон, или новый этап развития правового регулирования в области борьбы с рыночными злоупотреблениями // Российский юридический журнал. – 2014. – №5(98). – С. 79.
[144]ESME Report. Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation, 2007 // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

государства понимали и толковали ту же самую статью как запрет на торговлю на основе инсайдерской информации;

- отсутствие правовой определенности в отношении обязательств по раскрытию информации эмитентами, когда они сталкиваются с рыночными слухами и в установлении их обязанности реагировать на них, чтобы не вводить в заблуждение общественность[145];

- административное бремя и высокий уровень расходов на содержание списков инсайдеров в силу ограниченности их пользы для уполномоченных национальных органов и другие проблемы, такие, как тенденция компаний к составлению чрезмерно длинных, запутанных и в конечном итоге бесполезных списков. Группа экспертов европейских фондовых рынков выступила за уточнение мер второго и третьего уровней;

- низкий порог отчетности для сделок с участием менеджеров компаний (5000 евро), который, в силу своей небольшой величины не выполняет возложенные на него функции;

- узкий круг законных целей для программ обратного выкупа и отсутствие общих технических стандартов для стабилизации принятых на рынке ценных бумаг практик;

- определение инсайдерской информации в отношении товарных деривативов, которое не отвечает требованиям рыночной реальности, и которое Группа экспертов европейских фондовых рынков рекомендует уточнить и максимально приблизить по значению к общему определению, используемому для других финансовых инструментов;

- ограничительные условия для законной задержки раскрытия инсайдерской информации, а именно условие о том, что «бездействие не рассматривается как введение в заблуждение общественности»[146]. В соответствии с позицией Группы экспертов европейских фондовых рынков определение инсайдерской информации

[145]См. подробнее De Jong B. J. Can Fluctuations in Prices or Volumes of a Security Trigger a Duty for Listed Companies to Disclose Inside Information? // European Business Organization Law Review. – 2016. – Vol. 17. – No 4. – P. 523-539.
[146]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Art. 6 (2) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.

подразумевает, что разумный инвестор хотел бы основываться на такой информации при принятии своих решений. Таким образом, любая задержка в раскрытии представляет собой введение в заблуждение.

22 ноября 2007 г. Комитет европейских регуляторов рынков ценных бумаг в ответ на запрос Европейской комиссии опубликовал Отчет об административных мерах и уголовных санкциях в государствах-членах ЕС в соответствии с Директивой о рыночных злоупотреблениях[147]. Данный отчет представляет собой масштабный сборник статистики, которая свидетельствует о различиях в подходах государств-членов ЕС в отношении административных и уголовных санкций, предусмотренных национальным правом. На момент составления отчета не все государства предусматривали на законодательном уровне административную и уголовную ответственность, а если и предусматривали, то санкции и их размеры сильно различалась[148]. Например, за манипулирование рынком в Бельгии была предусмотрена уголовная ответственность в виде лишения свободы сроком от 1 месяца до 2 лет, а в Латвии – сроком до 15 лет, в то время как в некоторых государствах-членах уголовная ответственность за злоупотребления на рынке ценных бумаг вообще отсутствовала.

Безусловно, Директива 2003/6/ЕС об инсайдерских сделках и манипулировании рынком (о рыночных злоупотреблениях) показала свою эффективность на втором этапе совершенствования правового регулирования. Однако в 2007 г. стала очевидна необходимость изменения существующего режима. С этого периода началась масштабная реформа в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС, которая длится по настоящее время. 2007 г. ознаменовал начало нового третьего этапа развития законодательства ЕС в области противодействия рыночным злоупотреблениям.

---

[147]The Committee of European Securities Regulators. Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD) 17 October 2007 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_693_u_2_.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

[148]Там же, P. 2-3.

2.2. Реформа правового регулирования в ЕС (2007-2018 гг.)

В результате мирового финансового кризиса 2007-2008 гг. были выявлены существенные недостатки финансовой системы Европейского союза в общем, и в частности в области финансового надзора ЕС[149]. Ограничение злоупотреблений на рынке ценных бумаг является «самостоятельным институтом фондового права ЕС»[150], имеющим особую важность.

Европейский союз пошел по пути коренных реформ, приняв абсолютно новые правовые акты и отменив старые, а также изменив правовые механизмы реализации противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг[151]. В связи с глубокой проработкой реформы и ее всеобъемлющим характером, ЕС потребовалось более 10 лет на ее осуществление[152].

В ноябре 2008 г. в рамках ЕК прошла конференция о пересмотре режима борьбы с рыночными злоупотреблениями, во время которой участники отметили важность повышения эффективности превентивных мер по противодействию злоупотреблениям на рынке ценных бумаг и усиления контроля над исполнением требований актов ЕС[153].

20 апреля 2009 г. Европейская комиссия опубликовала Отчет о необходимости пересмотра Директивы ЕС о злоупотреблениях на рынке ценных

---

[149]См. подробнее Худякова Л. С., Сидорова Е. А. Реформа регулирования финансового сектора в Европейском союзе // Деньги и кредит. – 2014. – № 4. – С. 28-34; Царёв И. Н. Правовые основы урегулирования финансово-экономических кризисов в Европейском Союзе : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Царёв Илья Николаевич. – М., 2016. – 28 с.

[150]Лифшиц И. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском союзе : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Лифшиц Илья Михайлович. – М., 2011. – С. 20.

[151]См. подробнее Siems M., Nelemans M. The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution? // The Maastricht Journal of European and Comparative Law. – 2012. – Vol. 19. – P. 195-205.

[152]См. подробнее Kern A., A review of Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse by Paul Barnes // King's Law Journal. – 2009. – Vol. 20. – No 3. – P. 547-552.

[153]EU Commission Conference on the Market Abuse Directive (MAD). Summary of discussion. Brussels, 12 November 2008 // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/abuse/summary_confernce_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

бумаг[154]. Данный отчет содержал перечень вопросов, которые не были решены в рамках существующего режима, но сохраняли свою актуальность:

► объем рынков и финансовых инструментов, на которые распространяется действие Директивы ЕС о рыночных злоупотреблениях;

► возможность отсрочки раскрытия инсайдерской информации, предусмотренная для эмитентов, допущенных к торгам;

► раскрытие инсайдерской информации эмитентами производных товарных инструментов;

► возможность уполномоченных органов получать доступ к записям телефонных переговоров и иным сведениям;

► обязанность эмитентов вести список инсайдеров и сообщать о сделках с участием управляющих лиц;

► продажа ценных бумаг товаров без покрытия («short selling»).

2 июля 2010 г. в ходе публичных слушаний «Рыночные злоупотребления: обеспечение сдерживания, целостности рынка и защиты инвесторов» Европейская комиссия пришла к выводу о необходимости введения исчерпывающего и надлежащего правового регулирования рынка производных финансовых инструментов; заполнения пробелов в нормативной базе; усиления полномочий компетентных органов по расследованию и применению санкций; уменьшения административной нагрузки, особенно в области малого и среднего бизнеса[155].

При подготовке реформы Европейская комиссия с 28 июня по 23 июля 2010 г. организовала публичные консультации, в ходе которых всем заинтересованным лицам было предложено высказаться о недостатках существующей системы и сформулировать пожелания о ее реформировании[156]. Целью таких консультаций являлось получение мнений от участников финансовых

[154]Call for evidence of the Commission. Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive) // URL: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf (дата обращения: 02.11.2017).
[155]Public Hearing on the revision of the Market Abuse Directive 2010 // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/transparency/hearing20100702/programme_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).
[156]Public Consultation on a revision of the Market abuse directive (MAD) 25 June 2010 // URL: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mad/docs/consultation_paper_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

рынков, государств, национальных компетентных органов и иных влиятельных групп. Всего в ходе мероприятия было получено 96 ответов, которые подтверждали необходимость реформ[157].

20 октября 2011 г. по итогам подготовительной работы, которая длилась четыре года[158], Европейская комиссия опубликовала Проект Регламента об инсайдерских сделках и манипулировании рынком[159] и Проект Директивы об уголовной ответственности за инсайдерские сделки и манипулирование рынком[160].

Проекты Регламента и Директивы сопровождались рабочим Документом Европейской комиссии, который называется «Оценка последствий»[161]. Среди основных не решенных проблем в Документе особо отмечались:

► пробелы в регулировании новых рынков, платформ и внебиржевых площадок, на которых осуществляется торговля финансовыми инструментами;

► пробелы в регулировании деятельности товарных бирж и рынков производных товарных инструментов;

► регуляторы не могут эффективно применять положения существующей Директивы ЕС о рыночных злоупотреблениях;

► недостаточная ясность и правовая определенность Директивы ЕС о рыночных злоупотреблениях;

► административная нагрузка, особенно в области малых и средних предприятий.

После скандала с манипулированием ставкой ЛИБОР и ЕВРИБОР в 2012 г., когда выяснилось, что банки показывают искусственно завышенные или

---

[157]Consultation on the review of the market abuse directive // Режим доступа: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mad/index_en.htm (дата обращения: 02.11.2017).

[158]Veil R., Koch P. Towards a Uniform European Capital Markets Law: Proposals of the Commission to Reform Market Abuse // Bucerius Law School Working Paper № 1/2012. – 25 p. // URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1998376 (дата обращения: 02.11.2017).

[159]Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) 20 October 2011 // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011PC0651 (дата обращения: 02.11.2017).

[160]Там же.

[161]Impact assessment. Commission staff working paper accompanying the document: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation 20 October 2011 // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011SC1217&from=EN (дата обращения: 12.11.2017).

заниженные ставки, чтобы повысить прибыль со сделок или создать впечатление, что они более кредитоспособные, чем являются на самом деле[162], стала очевидна еще одна уязвимая сфера финансовых рынков, которая не была урегулирована на уровне ЕС[163].

Данные события не могли не повлиять на экономическую политику ЕС, в связи с чем Европейская комиссия объявила борьбу манипулированию процентными ставками в масштабах всего Европейского союза[164]. ЕК оценила последствия подобного манипулирования как «отрицательное воздействие на целостность рынка, возможные существенные убытки потребителей и инвесторов, искажение экономики» [165]. 25 июля 2012 г. Европейская комиссия опубликовала обновленный Проект Регламента об инсайдерских сделках и манипулировании рынком[166] и обновленный Проект Директивы об уголовной ответственности за инсайдерские сделки и манипулирование рынком[167] с поправками, которые предусматривали запрет на манипулирование показателями или финансовыми активами, доходность по которым служит образцом для сравнения результативности инвестиций, включая ставки ЛИБОР и ЕВРИБОР[168].

7 декабря 2012 г. министры юстиции в рамках встречи в Совете ЕС одобрили, предложенные Европейской комиссией проекты Директивы и Регламента[169]. 10 сентября 2013 г. Европейский парламент дал свое политическое согласие на введение новых правил противодействия злоупотреблениям на рынке ценных

---

[162]См. подробнее Pelizzon L., Sartore D. Deciphering the Libor and Euribor Spreads during the subprime crisis // North American Journal of Economics and Finance. – 2013. – No 26. – P. 565-585; McConnell P. J. LIBOR Manipulation: Operational Risks Resulting from Brokers' Misbehavior // Journal of Operational Risk. – 2013. –Vol. 8. – No 3. – P. 59-99.

[163]См. подробнее Luchtman M., Vervaele J. Enforcing the Market Abuse Regime: Towards an Integrated Model of Criminal and Administrative Law Enforcement in the European Union? // New Journal of European Criminal Law. – 2014. – Vol. 5. – No. 2. – P. 192 – 220.

[164]European Commission Press release «Libor scandal: Commission proposes EU-wide action to fight rate-fixing» 25 July 2012 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-846_en.htm?locale=en (дата обращения: 12.11.2017).

[165]Там же.

[166]Amended proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) 25 July 2012 // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52012PC0421 (дата обращения: 02.11.2017).

[167]Там же.

[168]Касьянов Р.А. Совершенствование правовых норм как следствие манипулирования ставкой LIBOR // Московский журнал международного права. – 2014. – № 2. – С. 133-142.

[169]European Commission Memo. Market abuse: Justice Ministers agree Commission proposals on criminal sanctions 7 December 2012 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-963_en.htm?locale=en (дата обращения: 02.11.2017).

бумаг на уровне ЕС[170]. 23 октября 2013 г. Европейская комиссия направила в Европейский орган по ценным бумагам и рынкам запрос о разработке возможных делегированных актов в отношении Регламента об инсайдерских сделках и манипулировании рынком[171]. 4 февраля 2014 г. Европейский парламент одобрил Проект Директивы об уголовной ответственности за инсайдерские сделки и манипулирование рынком[172]. 2 июня 2014 г. Европейская комиссия направила в Европейский орган по ценным бумагам и рынкам запрос о разработке имплементирующего акта в отношении Регламента об инсайдерских сделках и манипулировании рынком[173].

12 июня 2014 г. (спустя 3 года после публикации первых проектов) в Официальном журнале ЕС были опубликованы Регламент 596/2014 от 16 апреля 2014 г. о рыночных злоупотреблениях и отменяющий Директиву 2003/6/ЕС, Директиву 2003/124/ЕС, Директиву 2003/125/ЕС и Директиву 2004/72/ЕС[174] и Директива 2014/57/ЕС от 16 апреля 2014 г. об уголовной ответственности за рыночные злоупотребления[175]. Предполагалось, что Регламент вступит в силу в июле 2016 г. Государствам-членам ЕС предоставлялся аналогичный срок в 2 года на имплементацию положений Директивы об уголовной ответственности в национальное законодательство.

---

[170]European Commission Memo. Statement by Commissioner Michel Barnier on the endorsement by the European Parliament of the political agreement on new European rules for market abuse 10 September 2013 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-773_en.htm?locale=en (дата обращения: 02.11.2017).

[171]Request to ESMA for technical advice on implementing acts concerning the regulation on insider dealing and market manipulation (market abuse) 08 October 2013 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/ec_mandate_to_esma_mar-l2_211021_doc.pdf (дата обращения: 11.04.2018).

[172]European Commission Memo. Statement by Vice-President Reding and Commissioner Barnier on European Parliament's vote to approve criminal sanctions for market abuse directive 4 February 2014 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-77_en.htm?locale=en (дата обращения: 02.11.2017).

[173]Request to ESMA for technical advice on implementing acts concerning the regulation on insider dealing and market manipulation (market abuse) 28 May 2014 // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/abuse/140528-esma-mandate_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

[174]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

[175]Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 179-189.

В продолжение реформирования режима противодействия рыночным злоупотреблениям на уровне ЕС Европейской комиссией были приняты делегированные и имплементирующие акты[176].

Таким образом, реформа правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС проходила в период 2007-2018 гг.[177] С 3 июля 2016 г. вступил в силу целый пакет правовых актов ЕС, который в настоящее время является основой противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС: Регламент 596/2014 от 16 апреля 2014 г., Директива 2014/57/ЕС от 16 апреля 2014 г. и др.[178]. Отдельные положения Регламента 596/2014, касающиеся организованных торговых площадок, уведомлений, ведения списка ЕОЦБР финансовых инструментов, вступили в силу с 3 января 2018 г.

***

Противодействие рыночным злоупотреблениям является неотъемлемой частью правового регулирования рынка ценных бумаг в ЕС. Понятие «рыночные злоупотребления» включает неправомерное использование инсайдерской информации и манипулирование рынком. Под инсайдерской информацией понимается точная, конкретная и непубличная информация, способная в случае ее раскрытия оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов. Манипулирование рынком – это определенное поведение лица, которое заключается в специальных действиях: ложные заявления, искажение информации, осуществление фиктивных сделок и иные практики, цель которых – изменение цены на финансовые инструменты до неестественного уровня и получение финансовой выгоды.

---

[176]См. Глава 3, § 1.

[177]См. подробнее Smith H. Market abuse update // Law and Financial Markets Review. – 2012. – Vol. 6. – No 1. – P. 68-77.

[178]European Commission Press release «New EU rules to fight insider dealing and market manipulation in Europe's financial markets take effect» 1 July 2016 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-2352_en.htm?locale=EN (дата обращения: 02.11.2017).

Правовое регулирование противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС формировалось постепенно, начиная с 1970-х гг. Его условно можно разделить на три этапа: 1) период 1977-1999 гг.; 2) период 1999-2007 гг.; 3) период 2007 г. – по настоящее время. Целью правового регулирования противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и рыночному манипулированию является обеспечение целостности рынка финансовых услуг и повышения доверия инвесторов, создание согласованных механизмов борьбы с рыночными злоупотреблениями в странах ЕС.

Мировой финансовый кризис 2007-2008 гг. показал несовершенство норм права ЕС в области финансовых услуг, в частности в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Положения Директивы 2003/6/ЕС не отвечали актуальным требованиям рынка, кроме того, были очевидны проблемы в имплементации ее норм в национальное законодательство государств-членов. Все это явилось предпосылками масштабной реформы, проводимой в ЕС с 2007 г.

Реформа правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС длилась более 10 лет. Реформа имеет целью гарантирование обеспечения защиты прав инвесторов и добросовестности участников рынков, а также эффективное развитие европейской экономики и дальнейшее усиление европейской интеграции. Итогом реформы стало принятие Регламента 596/2014 и Директивы 2014/57/ЕС. Данные акты существенно расширили компетенцию ЕС в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, уточнили методы предотвращения правонарушений, ужесточили способы борьбы с рыночными злоупотреблениями в ЕС и меры ответственности за правонарушения в данной области. Пересмотр Директивы о рыночных злоупотреблениях 2003 г. можно считать ключевым событием в процессе реформирования нормативно-правового регулирования рынка ценных бумаг в ЕС на современном этапе.

Глава 2. Правовые основы Европейского союза в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг

Функционирование Европейского союза основано на его Учредительных договорах. В теории права ЕС термин «правовые основы» широко распространен и обычно подразумевает Учредительные договоры ЕС[179]. При этом необходимо отличать правовые основы от «правового регулирования» – общего регламентирования определенных общественных отношений[180]. Майкл Катберт отмечает, что как правило, правовые основы – это конкретные нормы Договора о Европейском союзе (далее – «ДЕС») или Договора о функционировании Европейского союза (далее – «ДФЕС»)[181].

Такую точку зрения разделяют российские ученые. Например, М. Н. Копылов определяет правовой основой экологической политики ЕС «ст. 2, 3, 6, 174-176 Римского договора 1957 г.»[182]. А. О. Иншакова и В. Д. Бордунов, описывая Европейский валютный союз, говорят о его правовой основе – «Маастрихтском договоре, где фиксировалось обязательство тесно координировать проводимую экономическую политику, выражающую единые цели и реализуемую в рамках указаний, исходящих от Совета ЕС»[183].

В качестве правовой основы создания экологических норм, по мнению М. Н. Копылова и А. М. Солнцева, выступают «ст. 100 и 235 Римского договора»[184]. Ефимова Л. Г. считает, что «правовые основы европейского банковского права

---

[179]См. подробнее Волеводз А. Г. Правовые основы борьбы с экономическим мошенничеством в Европейском союзе // Уголовное право. – 2008. – №6. – С. 77-83.

[180]См. подробнее Trybus M. Buying Defence and Security in Europe / Martin Trybus. – Cambridge University Press, 2014. 535 p.

[181]Cuthbert M. Q&A European Union Law / Michael Cuthbert. – Routledge, 2014. – P. 33.

[182]Капустин А. Я. Право европейского союза : учебник для вузов / А. Я. Капустин. – М. : Издательство Юрайт, 2017. – С. 282.

[183]Там же, С. 353.

[184]Право Европейского союза в 2 ч. Часть 2 : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе [и др.] ; под ред. А. Х. Абашидзе, А. О. Иншаковой. – 2-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. — С.111.

содержатся в двух базовых договорах об учреждении ЕС: – Договоре о Европейском Союзе […]; – Договоре о функционировании ЕС»[185].

С. Ю. Кашкин пишет, что правовые основы создания Европейской системы центральных банков были заложены «в учредительных договорах»[186].

Н. Б. Топорнин считает, что правовой основой европейской системы центральных банков и ЕЦБ является «ст. 4а Маастрихского договора»[187].

ДФЕС, с точки зрения Ю. С. Безбородова, устанавливает «правовые основы внутреннего рынка […], экономического и валютного союза […], здравоохранения […] и энергетики […] и многих других областей внутренних дел»[188]. Р. Ш. Давлетгильдеев отмечает, что «правовая основа свободы передвижения работников – ст. 45 ДФЕС, которая закрепляет базовое содержание этой свободы»[189].

С. А. Бартенев пишет, что «правовым основанием является правовая норма учредительного договора, в которой закреплено полномочие соответствующего института ЕС по принятию нормативно-правового акта ЕС, а также порядок и законодательная процедура его принятия»[190].

Если в Учредительных договорах ЕС отсутствуют правовые основы принятия актов ЕС, то Европейский союз не может осуществлять законодательные полномочия. Все предложения Европейской комиссии должны иметь правовую основу, заложенную либо в ДФЕС, либо в ДЕС. Указание правовых основ законодательного предложения играет важнейшую роль, поскольку именно в них

---

[185]Право Европейского союза в 2 ч. Часть 1 : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе [и др.] ; под ред. А. Х. Абашидзе, А. О. Иншаковой. — 2-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 210.

[186]Кашкин С. Ю. Право Европейского союза : учебник для академического бакалавриата / С. Ю. Кашкин, П. А. Калиниченко, А. О. Четвериков ; под ред. С. Ю. Кашкина. – 4-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 291.

[187]Европейское право. Отрасли права Европейского Союза и Евразийского экономического союза : учебник / рук. авт. кол. и отв. ред. Л. М. Энтин, М. Л. Энтин. — М. : Норма : ИНФРА-М, 2018. – С. 182..

[188]Европейское право : учебник и практикум для академического бакалавриата / А. И. Абдуллин [и др.]. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 55.

[189]Европейское право : учебник и практикум для академического бакалавриата / А. И. Абдуллин [и др.]. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 181.

[190]Бартенев С. А. Разграничение компетенции между Европейским Союзом и государствами-членами : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Бартенев Сергей Александрович. – М., 2008. – С. 15.

определяется выбор процедуры принятия акта ЕС[191] и субъектов, участвующих в ней. Цель правовых основ, закладываемых в Учредительных договорах, – позволить Европейскому союзу реализовать законодательную компетенцию[192]. Правовые основы устанавливают, в какой мере ЕС может участвовать во внутренних делах государств-членов, осуществляя свои полномочия[193]. С. Визилл обращает особое внимание на то, что если существует более специальная правовая норма в ДФЕС или ДЕС, то она подлежит применению в качестве правовой основы принятия актов ЕС[194].

Интересным представляется тезис С. Миеттинен, в соответствии с которым правовые основы могут быть расширены без внесения изменений в Договоры[195].

Подход некоторых авторов к содержанию правовых основ несколько отходит от строгого классического представления[196]. Н. И. Грачев и И. В. Балтутите называют «правовой основой квотирования в ЕС […] Регламент № 520/94, устанавливающий единообразные процедуры для распределения квот между импортерами (экспортерами)»[197]. По мнению О. М. Мещеряковой, правовой основой Таможенного союза является Модернизированный таможенный кодекс (Регламент № 450/2008)[198]. Р. Ш. Давлетгильдеев утверждает, что «правовой основой деятельности [Европейского фонда адаптации к глобализации] является Регламент № 1309/2013, установивший новый период деятельности […] на 2014-

[191]Chalmers D., Davies G., Monti G. European Union Law: Cases and Materials / Damian Chalmers, Gareth Davies, Giorgio Monti. – Cambridge University Press, 2010. – P. 95.
[192]De Sadeleer N. EU Environmental Law and the Internal Market / Nicolas de Sadeleer. – OUP Oxford, 2014. – P. 149; см. подробнее: Hinarejos A., Hinarejos Parga A. Judicial Control in the European Union: Reforming Jurisdiction in the Intergovernmental Pillars / Alicia Hinarejos, Alicia Hinarejos Parga. – Oxford University Press, 2009. – 211 p.
[193]Vooren B. V. EU External Relations Law and the European Neighbourhood Policy: A Paradigm for Coherence / Bart Van Vooren. – Routledge, 2012. – P. 129.
[194]Weatherill S. Cases and Materials on EU Law / Stephen Weatherill. – Oxford University Press, 2016. – P. 42.
[195]Miettinen S. Criminal Law and Policy in the European Union / Samuli Miettinen. – Routledge, 2013. – P. 46.
[196]См. подробнее Пазына Е. О. Правовые основы бюджета и бюджетного процесса Европейского Союза : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Пазына Евгений Олегович. – М., 2010. – 213 с.
[197]Право Европейского союза в 2 ч. Часть 1 : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе [и др.] ; под ред. А. Х. Абашидзе, А. О. Иншаковой. — 2-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 144.
[198]Право Европейского союза в 2 ч. Часть 1 : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе [и др.] ; под ред. А. Х. Абашидзе, А. О. Иншаковой. — 2-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 113.

2020 гг.»[199]. Р. А. Касьянов отмечает, что «Директива о рыночных злоупотреблениях и дополняющие ее содержание исполнительные нормы, принятые в рамках процедуры Ламфалусси, выступают правовой основой ЕС в области борьбы с рыночными злоупотреблениями»[200].

Встречаются и более широкие подходы. Так, М. В. Кешнер и Н. Е. Тюрина пишут, что «правовые основы свободы движения товаров заложены нормами таможенного права»[201].

В контексте исследуемой темы правовыми основами в строгом смысле выступают ст. 114 ДФЕС и п. 2 ст. 83 ДФЕС. Однако с учетом того, что нормы ДФЕС носят общий характер и могут широко толковаться, предлагаем более прогрессивный подход, ранее известный науке европейского права. Полагаем целесообразным включить в правовые основы противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг специальные рамочные акты: Регламент 596/2014 о рыночных злоупотреблениях и Директиву 2014/57/ЕС об уголовной ответственности за рыночные злоупотребления, без которых правовое регулирование противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС не представляется возможным.

---

[199]Европейское право : учебник и практикум для академического бакалавриата / А. И. Абдуллин [и др.]. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 176; см. подробнее Blanpain R. Freedom of Services in the European Union: Labour and Social Security Law : the Bolkestein Initiative / Roger Blanpain. – Kluwer Law International, 2006. – 386 p.

[200]Касьянов Р. А. Основные инициативы Евросоюза в борьбе с рыночными злоупотреблениями (2003– 2014 гг.) // Вестник МГИМО-Университета. – 2014. – № 4 (37). – С. 246.

[201]Европейское право : учебник и практикум для академического бакалавриата / А. И. Абдуллин [и др.]. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 111.

§ 1. Договор о функционировании Европейского союза

Традиционно в преамбуле актов Европейского союза (регламентах, директивах) содержатся цели, основания и обоснования принятия таких актов.

Регламент ЕС 596/2014 провозглашает, что реально функционирующий внутренний рынок финансовых услуг имеет решающее значение для экономического роста и создания рабочих мест в ЕС[202]. Интегрированный, эффективный и транспарентный финансовый рынок не может существовать и функционировать в отсутствие целостности рынка. Злоупотребления на рынке ценных бумаг наносят ущерб целостности финансовых рынков и подрывают доверие общественности. В связи с этим п. 4 Преамбулы Регламента 596/2014 содержит положение о необходимости создания более единообразной и прочной основы для поддержания целостности рынка, предупреждения использования различий в правовом регулировании разных юрисдикций в чью-либо пользу, обеспечения применения мер ответственности в случае попытки совершить правонарушение, предоставления большей юридической определенности и меньшей законодательной структурной сложности[203]. В Регламенте ЕС 596/2014 содержится ссылка на ст. 114 ДФЕС как на основу принятия Регламента.

В Преамбуле Директивы 2014/57/ЕС закреплена ключевая идея принятия единых уголовных мер ответственности: эффективно функционирующая нормативная база в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг требует эффективного обеспечения правовой санкцией. Иначе говоря, в отсутствие действенного обеспечения исполнения правовых норм эффективное нормативно-правовое регулирование данной области невозможно. Европейский

---

[202]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance), Preamble (1) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

[203]Там же, Preamble (4).

союз обосновывает принятие Директивы необходимостью введения единых минимальных правил в ЕС. При этом высшей степенью социального порицания каких-либо действий признается наличие уголовных санкций за их совершение. В Директиве 2014/57/ЕС содержится ссылка на ст. 83(2) ДФЕС как на основу принятия Директивы.

Таким образом, правовыми основами противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг являются две статьи ДФЕС: ст. 114 ДФЕС о правовом сближении и ст. 83(2) ДФЕС о сближении правового сотрудничества в уголовной сфере.

Норма ст. 114 ДФЕС первоначально появилась в Едином европейском акте[204]. Она предусматривает полномочия Европейского парламента и Совета по принятию мер для сближения положений, установленных в законах, нормативных и административных актах государств-членов ЕС, которые имеют целью создание и функционирование внутреннего рынка или в определенной степени способствуют его развитию[205].

Необходимо отметить, что ст. 114 ДФЕС выступает правовой основой для подавляющего большинства принимаемых правовых актов ЕС[206].

Действие данной статьи было истолковано Судом ЕС очень широко[207].

Значимым в этой связи представляется дело Германия против Европейского парламента и Совета C-376/98[208]. Германия обратилась с иском об аннулировании Директивы 98/43/ЕС Европейского Парламента и Совета от 6 июля 1998 г. о сближении законов, правового регулирования и административных положений государств-членов в отношении рекламы и финансирования табачных изделий (о

[204]Single European Act 1987, Art. 18 (1) // Official Journal of European Union. – 1987. – No L 169. – P. 1–28.
[205]Wyatt D. Community Competence to Regulate the Internal Market. Working Paper No 9/2007 // University of Oxford Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series. – 2007. – P. 46.
[206]См. подробнее Tryfonidou A. Reverse Discrimination in EC Law / Alina Tryfonidou. – Kluwer Law International, 2009. – P. 184.
[207]См. подробнее Ćemalović U. Framework for the approximation of national legal systems with the European Union's acquis: from a vague definition to jurisprudential implementation // Croatian Yearbook of European Law and Policy. – 2015. – Vol. 11. – P. 241-258.
[208]Case C-376/98, Federal Republic of Germany v European Parliament and Council of the European Union, 5 October 2000 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A61998CJ0376 (дата обращения: 12.04.2018).

табачной рекламе)[209], поскольку она была принята с превышением полномочий вне компетенции Европейского союза. Сторона заявителя успешно доказала, что ст. 100a Договора об учреждении Европейского сообщества (в настоящее время ст. 114 ДФЕС)[210] была использована в качестве правовой основы для директивы, которая не подпадает по своим целям под положения статьи учредительного договора о создании и функционировании внутреннего рынка. При этом позиция ЕК сводилась к тому, что в отсутствие единого регулирования на уровне ЕС государства-члены будут иметь различные национальные правила, препятствующие развитию единого рынка.

В решении Суд ЕС делает выводы: 1) акты Европейского союза должны гармонизировать национальное законодательство государств-членов ЕС; 2) несоответствия в национальном законодательстве создают препятствия для торговли и искажение конкуренции; 3) ст. 100a не подразумевает общие полномочия Европейского сообщества (ныне – Союза) по регулированию внутреннего рынка, принимаемые на уровне ЕС меры должны устранять существующие или будущие препятствия для межгосударственной торговли. В деле C-376/98 Суд ЕС установил, что Европейский союз превысил свои полномочия и принятие Директивы о табачной рекламе на основе ст. 101a было недопустимо, а сам правовой акт был отменен решением Суда ЕС.

С 2000 г. позиция Суда ЕС поменялась. В делах по оспариванию принятия актов ЕС на основе нормы, в настоящее время содержащейся в ст. 114 ДФЕС, Суд ЕС приходит к выводу о надлежащем использовании правовой основы принятия нормативных актов из разных сфер.

---

[209]Directive 98/43/EC of the European Parliament and of the Council of 6 July 1998 on the approximation of the laws, regulations and administrative provisions of the Member States relating to the advertising and sponsorship of tobacco products // Official Journal of European Union. – 1998. – No L 213. – P. 9-12; см. подробнее Weinzierl J., Weissenmayer J. News from Minimum Harmonisation: How the Tobacco Advertising Cases Shape the Law of the Internal Market (4 October 2016) // URL: https://europeanlawblog.eu/2016/10/04/news-from-minimum-harmonisation-how-the-tobacco-advertising-cases-shape-the-law-of-the-internal-market/ (дата обращения: 10.10.2017).

[210]Treaty establishing the European Community (Consolidated version 1993) // Official Journal of European Union. – 1992. – No C 191. – P. 1-112.

Одним из первых известных процессов стало дело С-491/01 «Бритиш Американ Табакко»[211], в котором была подтверждена законность принятия Директивы 2001/37/ЕС Европейского Парламента и Совета от 5 июля 2001 г. о сближении законов, правового регулирования и административных положений государств-членов в отношении производства, представления и продажи табачных изделий[212], направленной первоначально на защиту здоровья населения, на основании нормы ст. 95 Договора об учреждении Европейского сообщества (ранее ст. 100а, в настоящее время ст. 114 ДФЕС)[213]. Суд ЕС обосновывает правомерность Директивы тем, что она нацелена на совершенствование условий функционирования внутреннего рынка. Вопрос здоровья населения не может ставить под сомнение законность использования нормы ст. 95 как правовой основы. Важнейший вывод, к которому приходит Суд ЕС, заключается в том, что принятии гармонизирующих актов на основании ст. 95 должно проходить с учетом соблюдения принципа субсидиарности, поскольку норма указанной статьи не предоставляет законодателю ЕС эксклюзивную компетенцию.

Данное решение Суда ЕС отступает от решения по предыдущему делу о табачной рекламе, в котором аргументация была направлена на предотвращение чрезмерного обращения к ст. 100а как правовой основе принятия актов ЕС путем ограничения ее использования положительным эффектом на межгосударственную торговлю. В деле «Бритиш Американ Табакко» Суд ЕС основывает решение на гипотетически возможных препятствиях для функционирования внутреннего рынка ЕС.

---

[211]Case C-491/01, The Queen v Secretary of State for Health, ex parte British American Tobacco (Investments) Ltd and Imperial Tobacco Ltd, 10 December 2002 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=ecli:ECLI:EU:C:2002:741 (дата обращения: 12.03.2018).

[212]Directive 2001/37/EC of the European Parliament and of the Council of 5 June 2001 on the approximation of the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning the manufacture, presentation and sale of tobacco products // Official Journal of European Union. – 2001. – No L 194. – P. 26-34.

[213]Treaty establishing the European Community (Consolidated version 2002) // Official Journal of European Union. – 2002. – No C 325. – P. 33-184.

Следующий шаг по расширению применения нормы, содержащейся в настоящее время в ст. 114 ДФЕС, как правовой основы был предпринят Судом ЕС в деле Арнольда Андрэ С-434/03[214] и деле Сведиш Мэтч С-210/03[215].

В обоих случаях заявители желали поставлять на внутренний рынок жевательный табак, подпадающий под полный запрет, установленный ст. 8 Директивы 2001/37/ЕС Европейского Парламента и Совета от 5 июня 2001 г. о сближении законов, правового регулирования и административных положений государств-членов в отношении производства, представления и продажи табачных изделий[216]. Таким образом, под сомнение было поставлено использование ст. 95 Договора об учреждении Европейского сообщества (в настоящее время ст. 114 ДФЕС) как правовой основы для полного запрета на конкретную продукцию. Суд ЕС пришел к выводу о том, что наличие препятствий на пути свободного перемещения определенных продуктов, созданных различными национальными законами государств-членов ЕС, уполномочивает законодательный орган ЕС принимать меры в соответствии со ст. 95 (ст. 114 ДФЕС), в том числе меры полного запрета.

Генеральный адвокат Суда ЕС АГ Гиилхоед представил особое мнение по обоим делам[217], в котором обозначил, что норма ст. 95 (ст. 114 ДФЕС) представляет Европейскому союзу функциональные компетенции, при реализации которых конечные цели не представляют существенного интереса. Важно то, каким образом мера способствует упрощению торговых отношений и служит функционированию внутреннего рынка.

---

[214]Case C-434/02, Arnold André GmbH & Co. KG v Landrat des Kreises Herford, 14 December 2004 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=ecli:ECLI:EU:C:2004:800 (дата обращения: 12.03.2018).

[215]Case C-210/03, Swedish Match, 14 December 2004 // URL: http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=49760&pageIndex=0&doclang=EN&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=359699 (дата обращения: 12.03.2018).

[216]Directive 2001/37/EC of the European Parliament and of the Council of 5 June 2001 on the approximation of the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning the manufacture, presentation and sale of tobacco products // Official Journal of European Union. – 2001. – No L 194. – P. 26-34.

[217]Opinion of Advocate General Geelhoed, 7 September 2004, Cases C-434/02 and C-210/03 // URL: http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=49462&doclang=EN (дата обращения: 12.04.2018).

Суд общей юрисдикции Суда ЕС в деле T-18/10 устанавливает, что ст. 114 ДФЕС является «прочной правовой основой»[218].

Тема надлежащего использования ст. 114 ДФЕС не теряет своей актуальности в научных кругах. А. О. Иншакова называет ст. 114 более широкой, позволяющей «гармонизировать нормы любой отрасли национального права, если они непосредственно влияют на формирование или функционирование общего рынка»[219]. Некоторые ученые называют ст. 114 ДФЕС «ничем не ограниченной»[220].

С. Ю. Кашкин и П. А. Калиниченко вводят понятие «подразумеваемых полномочий», которые представляются в ст. 114 ДФЕС. Под ними понимается «право принимать решения, в том числе нормативные акты, по тем вопросам общественной жизни, которые прямо не отнесены к ведению ЕС учредительным договором, но имеют значение для реализации его целей и задач»[221].

В связи с тем, что применение ст. 114 ДФЕС носит широкий характер по своей сути, Р. Ш. Давлетгильдеев считает примечательным, что данная статья «выводит за рамки юридической процедуры сближения законодательств и гармонизации права» отдельные сферы (сфера свободного движения работников)[222].

Ю. Базедов считает, что «ст. 114 ДФЕС должна была бы толковаться как позволяющая законодательству ЕС преодолевать ограничения внутреннего единого рынка […] даже при отсутствии четко выраженных ограничений»[223].

---

[218]Case T-18/10, Inuit Tapiriit Kanatami and Others v European Parliament and Council of the European Union, 3 October 2013 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62011CJ0583 (дата обращения: 12.03.2018).

[219]Капустин А. Я. Право европейского союза : учебник для вузов / А. Я. Капустин. – М. : Издательство Юрайт, 2017. – С. 211; Право Европейского союза в 2 ч. Часть 1 : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе [и др.] ; под ред. А. Х. Абашидзе, А. О. Иншаковой. — 2-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 189.

[220]Van Cleynenbreugel P. Market Supervision in the European Union: Integrated Administration in Constitutional Context / Pieter van Cleynenbreugel. – Martinus Nijhoff Publisher, 2014. – P. 87.

[221]Кашкин С. Ю. Право Европейского союза : учебник для академического бакалавриата / С. Ю. Кашкин, П. А. Калиниченко, А. О. Четвериков ; под ред. С. Ю. Кашкина. – 4-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 145.

[222]Европейское право : учебник и практикум для академического бакалавриата / А. И. Абдуллин [и др.]. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 167.

[223]Базедов Ю. Европейский суд и частное право: неопределенность, общие принципы и архитектура европейской судебной системы // Право. Журнал Высшей школы экономики. – 2012. – № 3. – С. 123.

По мнению Д. Г. Колоса, ст. 114 ДФЕС «позволяет ЕС осуществлять сближение законодательств государств-членов по любым вопросам, необходимым для нормального функционирования единого внутреннего рынка»[224].

П. Кутракос, Ю. Снелл считают, что цели эффективного функционирования внутреннего рынка достаточно для использования ст. 114 ДФЕС[225].

О. И. Пименова называет ст. 114 ДФЕС «статьей-лазейкой», которая «получила наиболее широкое практическое применение»[226].

По нашему мнению, ст. 114 ДФЕС используется в связи с широкой интерпретацией в качестве правовой основы для вторичных правовых актов ЕС, очевидная цель которых не всегда направлена на регулирование свободы движения товаров. Актуальным остается вопрос, не превышает ли Европейский союз полномочий по принятию актов на основании широкого толкования ст. 114 ДФЕС. В отдельных государствах-членах ЕС выражают озабоченность по поводу несомненной тенденции к расширению использования данной статьи по вопросам, выходящим за рамки ее действия[227].

На вопрос о правомерности использования ст. 114 ДФЕС в качестве общей возможности законодателя ЕС регулировать отношения в области внутреннего рынка, на наш взгляд, нет однозначного ответа. Ответ может быть разным в зависимости от того, под каким углом анализировать ситуацию: с точки зрения верховенства права или с позиции политики[228].

---

[224]Колос Д. Г. Предметная компетенция Европейского союза // Беларусь в современном мире : материалы XV Междунар. науч. конф., посвящ. 95-летию образования Белорус. гос. ун-та. – Минск. – 2016. – С. 89.

[225]Koutrakos P., Snell J. Research Handbook on the Law of the EU's Internal Market / Panos Koutrakos, Jukka Snell. – Edward Elgar Publishing, 2017. – P. 386.

[226]Пименова О. И. Субсидиарность как принцип реализации совместной компетенции Европейского союза и его государств-членов: на примере налогового законодательного регулирования // Журнал зарубежного законодательства и сравнительного правоведения. – 2013. – № 2. – С. 292; см. подробнее Пименова О. И. Субсидиарность как принцип реализации совместной компетенции: опыт Европейского союза и перспективы его адаптации в российской системе разграничения предметов ведения и полномочий (компетенции) // Государство и право. – 2013. – № 6. – С. 86-94.

[227]Response to Internal Market Synoptic review. Article 114 TFEU - an expanding Legal Basis?. The General Council of the Bar of England and Wales // URL: https://www.barcouncil.org.uk/media/207724/bar_council_of_ew_internal_market_synoptic_review_-_the_expansion_of_article_114_legal_basis.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

[228]См. подробнее Мещерякова О. М. Наднациональность в праве Европейского Союза и проблема суверенитета : автореф. дис. ... д-ра юрид. наук : 12.00.10 / Мещерякова Ольга Михайловна. – М., 2010. – 38 с.; Мещерякова О. М. Суверенитет и финансовая политика Европейского союза // Черные дыры в Российском законодательстве. – 2016. – № 1. – С. 102-104.

Суд ЕС в своей практике выработал два основных фактора оценки мер гармонизации внутреннего рынка ЕС: устранение препятствий для торговли и предотвращение искажения конкуренции[229]. Принимаемые меры должны фактически способствовать устранению существующих или потенциальных препятствий для конкуренции или торговли[230].

Нам представляется, что меры, принимаемые на уровне ЕС, в первую очередь должны иметь целью улучшение условий внутреннего рынка и иметь прямое воздействие на него. Ссылка на различия в национальных правопорядках государств-членов ЕС в отсутствие прямой цели усовершенствования функционирования внутреннего рынка похожа на оправдание принятия акта и выглядит несостоятельной.

Преамбула Регламента 956/2014 о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг содержит ссылку на ст. 114 ДФЕС как на правовую основу принятия акта. Регламент предполагает унифицированное регулирование, а ст. 114 ДФЕС – правовое сближение. Следовательно, правовое сближение происходит в форме единообразного регламентирования. Может показаться, что ссылка на норму о правовом сближении при принятии регламента и создании унифицированного регулирования в определенной сфере без прямого основания в Учредительных договорах недостаточно обоснована. Тем не менее, она была рассмотрена и воспринята и институтами ЕС, и государствами-членами ЕС. Данный факт свидетельствует о политическом компромиссе, который был обусловлен экономической и политической конъюктурой. И это нельзя оценить как отрицательное событие, это отражение европейских реалий. Принятие Регламента обусловлено важностью сферы, которую он регулирует, – рынок ценных бумаг как важная составляющая внутреннего рынка ЕС.

---

[229]Kumm M. Constitutionalising Subsidiarity in Integrated Markets: The Case of Tobacco Regulation in the European Union // European Law Journal. – 2006. – Vol. 12. – No 4. – P. 507; см. подробнее Adams M., De Waele H., Meeusen J., Straetmans G. Judging Europe's Judges: The Legitimacy of the Case Law of the European Court of Justice / Maurice Adams, Henri de Waele, Johan Meeusen, Gert Straetmans. – Hart Publishing. – 2014. – 272 p.

[230]Slater D. The scope of EC harmonising powers revisited? // German Law Journal. – 2003. – Vol. 04. – No. 2. – P. 140.

Представляется интересным, каким именно образом интеграционное объединение принимает на себя полномочия и, возможно, расширяет свою компетенцию[231]. По нашему мнению, по своей природе данное явление относится больше к сфере политики, а не юриспруденции. И оно неизбежно вследствие специфики Европейского союза и его целей. Даже если формально европейский законодатель в лице институтов идет на расширенное толкование ст. 114 ДФЕС, то это обусловлено политическим вызовом и целями Европейского союза и представляется оправданным.

Другой правовой основой противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС является п. 2 ст. 83 ДФЕС, на которую содержится отсылка в Директиве 2014/57/ЕС об уголовной ответственности за инсайдерские сделки и манипулирование рынком.

В п. 2 ст. 83 ДФЕС предусмотрена возможность установления единых минимальных правил в Европейском союзе, относящихся к определению уголовно наказуемых преступлений и мер ответственности в определенной сфере, с целью обеспечения более эффективной реализации политики Европейского союза[232].

Директива 2014/57/ЕС вводит минимальные правила и дает государствам-членам ЕС возможность устанавливать более строгие пропорциональные нормы уголовного характера за злоупотребления на рынке ценных бумаг[233].

Проект Директивы об уголовной ответственности за инсайдерские сделки и манипулирование рынком стал первым законодательным предложением, основанным на норме п. 2 ст. 83 ДФЕС[234].

---

[231]См. подробнее Konstadinides T. Division of Powers in European Union Law: The Delimitation of Internal Competence Between the EU and the Member States / Theodore Konstadinides. – Kluwer Law International, 2009. – 352 p.; Сорокина Е. М. Гармонизация уголовно-процессуального законодательства в Европейском Союзе : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Сорокина Елизавета Михайловна. – М., 2016. – 31 с.

[232]Treaty on the Functioning of the European Union (Consolidated version 2007), Art. 83 (2) // Official Journal of European Union. – 2007. – No C 326. – P. 47-390.

[233]См. подробнее Herlin-Karnell E. The Constitutional Dimension of European Criminal Law / Ester Herlin-Karnell. – Bloomsbury Publishing, 2012. – 284 p.

[234]См. подробнее Miglietti M. The first exercise of article 83(2) TFEU under review : an assessment of the essential need of introducing criminal sanctions // New Journal of European Criminal Law. – 2014. – Vol. 5. – No 1. – P. 5-25.

Ст. 83 является новой в европейском праве, она была введена Лиссабонским договором[235]. Судебная практика по вопросу применения вышеуказанной нормы не сформирована.

В. Миситегас, М. Бергстрем, Т. Констадинидес называют ст. 83 ДФЕС наиболее инновационной формой компетенции Европейского союза по гармонизации[236]. По мнению авторов, компетенция, представленная в п. 2 ст. 83 ДФЕС, является дополнительной к нормативной компетенции, которая относится к политикам ЕС.

В доктринальных источниках особо отмечается, что ст. 83 ДФЕС стала попыткой установления четкой и понятной компетенции ЕС в области преступлений и применения мер уголовной ответственности[237].

Дж. Оберг представляет норму п. 2 ст. 83 ДФЕС в широком смысле и считает, что она может быть использована в качестве правовой основы в отношении любых мер в поддержку любой политики ЕС[238]. Стоит согласиться с автором. В качестве обоснования достаточно обратиться к практике Европейской комиссии, которая широко интерпретировала полномочия ЕС в регулировании норм уголовного права. Еще до подписания Лиссабонского договора ЕК выступила с инициативами

---

[235]Treaty of Lisbon amending the Treaty on European Union and the Treaty establishing the European Community, signed at Lisbon, 13 December 2007 // Official Journal of European Union. – 2007. – No C 306. – P. 1-271; см. подробнее Бирюков М. М. Европейское право: до и после Лиссабонского договора : учебное пособие / М. М. Бирюков. – М. : Статут, 2013. – 240 с.: Энтин Л. М. Лиссабонский договор и реформа правовой системы ЕС: квалификационные особенности и управление развитием // Право и управление. XXI век. – 2012. – № 2. – С. 25-31; Кашкин С. Ю. Лиссабонский договор - новый этап развития права Европейского Союза // Государство и право. – 2008. – № 9. – С. 59-66.

[236]Mitsilegas V., Bergström M., Konstadinides T. Research Handbook on EU Criminal Law / Valsamis Mitsilegas, Maria Bergström, Theodore Konstadinides. – Edward Elgar Publishing, 2016. – P.62.

[237]Patterson D., Södersten A. A Companion to European Union Law and International Law / Dennis Patterson, Anna Södersten. – John Wiley & Sons, 2016. – P. 552.

[238]Öberg J. Limits to EU Powers: A Case Study of EU Regulatory Criminal Law / Jacob Öberg. – Bloomsbury Publishing, 2017. – P. 128.

о принятии единых уголовных правил в области охраны окружающей среды[239], безопасности на море[240], миграции[241], защиты интеллектуальной собственности[242].

Введение уголовной ответственности по п. 2 ст. 83 ДФЕС не ограничено только оконченными составами совершенных противоправных деяний. Действие нормы расширено за счет того, что распространяется также и на неоконченные преступления, пособничество и подстрекательство. Таким образом, компетенция Европейского союза в области криминализации расширяется существенным образом.

Сфера действия п. 2 ст. 83 ДФЕС определяется на основе ранее гармонизированных политик Европейского союза. В данных областях минимальные уголовные правила могут быть установлены европейским законодателем с помощью директив.

Из текста статьи не следует четкого понимания необходимой степени гармонизации и будет ли она выступать ключевым фактором при принятии актов на основе п. 2 ст. 83 ДФЕС.

Д. Чалмерс, Г. Дэвис, Дж. Монти предлагают узкое и широкое толкование нормы п. 2 ст. 83 ДФЕС[243]. В первом случае норма может выступать правовой основой для принятия актов только по вопросам, которые ранее были урегулированы на уровне ЕС. Во втором варианте возможно использование нормы как базы для регламентации минимально гармонизированных в ЕС вопросов.

Полагаем, что вряд ли п. 2 ст. 83 ДФЕС не сможет являться правовой основой по принятию актов вне гармонизированных областей. Более широкое толкование

---

[239]Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the protection of the environment through criminal law 9 February 2007 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2007:0051:FIN (дата обращения: 10.10.2017).

[240]Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2005/35/EC on ship source pollution and on the introduction of penalties for infringements 11 March 2008 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A52008PC0134 (дата обращения: 10.10.2017).

[241]Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council providing for sanctions against employers of illegally staying third-country nationals 16 May 2007 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52007PC0249 (дата обращения: 10.10.2017).

[242]Amended proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal measures aimed at ensuring the enforcement of intellectual property rights 26 April 2006 // URL: https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM%3A2006%3A0168%3AFIN%3AEN%3AHTML (дата обращения: 10.10.2017).

[243]Chalmers D., Davies G., Monti G. European Union Law: Cases and Materials / Damian Chalmers, Gareth Davies, Giorgio Monti. – Cambridge University Press, 2010. – P. 617.

нормы, свойственное Европейскому союзу, позволит принимать акты на основе двух основных факторов: 1) меры сближения уголовных законодательств должны способствовать эффективному осуществлению политики ЕС, и 2) такое сближение является важным для этой цели.

В научных кругах встречается мнение о чрезвычайном расширении полномочий ЕС, что оценивается некоторыми авторами отрицательно. Например, Д. Паттерсон и А. Седерстен считают п. 2 ст. 83 «интервенцией» Европейского союза в дела государств-членов[244]. Интересным представляется мнение государств-членов ЕС на этот счет. Так, Федеральный конституционный суд Германии в Решении 2009 г. по вопросу принятия Лиссабонского договора отметил, что п. 2 ст. 83 ДФЕС представляет собой «серьезное расширение управления уголовным правом по сравнению с текущей ситуацией», выражает озабоченность тем, что «компетенция уголовного нормотворчества ЕС может быть ничем не ограничена»[245].

Закономерный вопрос, следующий за тезисом о чрезмерном расширении компетенций ЕС в области уголовного права, заключается в том, могут ли уголовные нормы быть приняты на уровне ЕС на основе других статей ДФЕС[246]? Ответ положительный. Правовой основой принятия актов ЕС могут стать ст. 33 ДФЕС о таможенном сотрудничестве, ст. 79 ДФЕС об иммиграционной политике, ст. 91 ДФЕС о транспортной политике, ст. 103 ДФЕС о правилах конкуренции, ст. 114 ДФЕС о сближении законодательств, ст. 192 ДФЕС о защите окружающей среды, ст. 325 ДФЕС о противодействии мошенничеству, ст. 352 ДФЕС о специальных полномочиях. Вышеуказанные статьи относятся к компетенции ЕС по конкретным областям. Они не отрицают возможность принятия актов по уголовному праву на уровне ЕС. Например, Директива

---

[244]Patterson D., Södersten A. A Companion to European Union Law and International Law / Dennis Patterson, Anna Södersten. – John Wiley & Sons, 2016. – 632 p. 552.

[245]BVerfG, Judgment of the Second Senate of 30 June 2009 - 2 BvE 2/08 - paras. (1-421), para 361 // URL: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2009/06/es20090630_2bve000208en.html (дата обращения: 12.04.2018).

[246]См. подробнее Samuli M. Criminal competence and the choice of legal basis: space in the margins? // European Criminal Law Review. – 2015. – Vol. 5. – No 2. – P. 222-242.

2008/99/ЕС о защите окружающей среды посредством уголовного права[247]. Стоит обратить внимание, что в вышеуказанных статьях отсутствует упоминание обязательной формы принимаемого акта, как это закреплено в п. 2 ст. 83 ДФЕС в форме директивы. В связи с этим не стоит исключать, что Европейский союз при широком толковании может принимать регламенты в сфере уголовного права.

В связи с вышеуказанным, введение п. 2 ст. 83 в ДФЕС Лиссабонским договором представляется логичным и естественным продолжением уже существовавших ранее норм[248]. Полагаем, что если для достижения цели создания и эффективного функционирования внутреннего рынка Европейскому союзу необходимы полномочия в сфере уголовного права, то их предоставление оправдано. Безусловной положительной стороной нормы п. 2 ст. 83 ДФЕС для ЕС является то, что она носит общий характер, что позволит Европейскому союзу широко толковать ее возможное применение. Одновременно с этим, особое внимание стоит обратить на то, что норма однозначно закрепляет возможность принятия исключительно минимальных уголовных стандартов в форме директивы. Полагаем, что более мягкая форма гармонизации свидетельствует об отсутствии намерения ЕС вмешиваться во внутренние дела государств-членов ЕС.

Директива об уголовной ответственности за злоупотребления на рынке ценных бумаг стала первым актом ЕС, принятом на основе п. 2 ст. 83 ДФЕС.

---

[247]Например, Directive 2008/99/EC of the European Parliament and of the Council of 19 November 2008 on the protection of the environment through criminal law (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2008. – No L 328. – P. 28–37.

[248]См. подробнее Biondi A., Eeckhout P. EU Law after Lisbon / Andrea Biondi, Piet Eeckhout. – OUP Oxford, 2012. – 472 p.; Жбанков В. А. Эволюция компетенции Европейского Союза и ее отражение в европейском праве : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Жбанков Владимир Александрович. – М., 2009. – 25 с.

§ 2. Современные правовые акты ЕС[249]

Европейский союз пошел по пути коренных реформ через отмену существовавших актов и введение абсолютно нового регулирования. Несмотря на такой радикальный подход некоторые положения, закрепленные в Директиве о рыночных злоупотреблениях 2003 г. и дополняющих ее актах, нашли свое отражение в новых актах, связанных с третьим этапом развития правовых основ ЕС в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Однако сфера применения нового регулирования гораздо шире. Оно охватывает большее количество финансовых инструментов и торговых площадок, расширяет понятие «манипулирование рынком», включая в него намерение, запрещает манипулирование банковскими ставками. Кроме того, режим противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг распространяется на действия за пределами ЕС, если они имеют отношение к финансовым инструментам, которые рассматриваются в Регламенте о рыночных злоупотреблениях. В процессе принятия акта данное положение было распространено не только на действия, но и на бездействия[250].

Особенно необходимо отметить, что новое правовое регулирование содержит более детализированные правила противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг.

---

[249]Выводы, изложенные в данном параграфе диссертации, были опубликованы в статье автора диссертационного исследования: Калинина Ю. В. Ответственность за злоупотребления на рынке ценных бумаг в России и ЕС // Право и экономика. – 2017. – № 5 (351). – С. 26-34.

[250]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance), Art. 2(4) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

2.1. Регламент ЕС 596/2014

В соответствии со ст. 1 Регламента 596/2014 злоупотребления на рынке ценных бумаг включают три противоправные практики: инсайдерские сделки, неправомерное раскрытие инсайдерской информации и манипулирование рынком[251]. Неправомерное раскрытие инсайдерской информации было определено в отдельный вид рыночных злоупотреблений в связи с существенностью последствий такой практики, однако, это не означает, что до Регламента 596/2014 данный вид экономического поведения не был урегулирован на уровне ЕС. Европейский законодатель в лице своих институтов таким образом подчеркивает, что раскрытие инсайдерской информации может быть и не связано с инсайдерскими сделками, однако, само по себе оно может быть неправомерным в связи с нарушением интересов третьих лиц.

Еще одним важным нововведением Регламента 596/2014 стало содержащееся в п. 1 ст. 3 расширение перечня финансовых инструментов в соответствии с Директивой 2014/65/ЕС от 15 мая 2014 г. о рынках финансовых инструментов[252]. Согласно п. 1 ст. 2 Регламента о рыночных злоупотреблениях, его действие распространяется на:

► финансовые инструменты, допущенные к торгам на регулируемом рынке или в отношении которых был осуществлен запрос на допуск к торгам на регулируемом рынке;

► финансовые инструменты, обращающиеся на многосторонних торговых площадках, допущенные к торгам на многосторонних торговых площадках или в

[251]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance), Art. 1 // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

[252]Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (Text with EEA relevance), Sec. C of Ann. I // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 349-496.

отношении которых был осуществлен запрос на допуск к торгам на многосторонних торговых площадках;

► финансовые инструменты, обращающиеся на организованных торговых площадках;

► иные финансовые инструменты, цена или стоимость которых зависит от или влияет на цену или стоимость вышеуказанных финансовых инструментов.

Центральным остается понятие «инсайдерской информации». Ст. 7 Регламента 596/2014 дает аналогичное определение «инсайдерской информацией», которое было предусмотрено в ранее действовавшей Директиве о рыночных злоупотреблениях. Традиционно для квалификации информации как инсайдерской она должна отвечать четырем требованиям:

► быть конкретной[253];

► находиться вне публичного доступа;

► прямо или косвенно относиться к эмитентам или финансовым инструментам;

► в случае ее раскрытия оказать существенное влияние на цены таких финансовых инструментов или производных финансовых инструментов.

В настоящее время правовой подход ЕС к вопросу об инсайдерской информации включает два важных элемента: запрет на разглашение инсайдерской информации и обязательство по ее раскрытию. Эти положения тесно взаимосвязаны.

Неправомерным раскрытием инсайдерской информации является раскрытие инсайдерской информации любым физическим или юридическим лицом, которое имеет доступ к ней в случаях, отличных от нормального ведения трудовой деятельности, профессии или обязанностей. В соответствии со ст. 10 Регламента о рыночных злоупотреблениях предоставление рекомендаций или побуждение к совершению сделок также является неправомерным раскрытием инсайдерской информации, если лицо, осуществляющее такое раскрытие, знало или должно было

[253]Емельянова Е. А. Правовые последствия манипулирования информацией на рынках : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Емельянова Елена Александровна. – Санкт-Петербург, 2013. – С. 11-12.

знать о том, что рекомендации и побуждения основаны на владении инсайдерской информации[254].

В п. 8 ст. 17 Регламента 596/2014 установлено, что когда эмитент или лицо, действующее от его имени, раскрывает какую-либо инсайдерскую информацию третьим лицам в процессе обычного ведения деятельности (за исключением зондирования рынка), то на такую информацию распространяется требование о ее незамедлительном раскрытии рынку. Публичное раскрытие должно произойти одновременно с раскрытием инсайдерской информации третьим лицам или сразу же после него, если оно было осуществлено непреднамеренно.

Определение инсайдерской информации помогает понять, что входит в обязательное раскрытие и установить момент неправомерного раскрытия инсайдерской информации и заключения инсайдерской сделки.
В п. 1 ст. 17 Регламента о рыночных злоупотреблениях содержится обязательство эмитента по раскрытию инсайдерской информации, которая имеет отношение к эмитенту[255]. Такая информация должна быть публично доступной, полной, соответствовать действительности. Все эмитенты обязаны на своих официальных сайтах в сети Интернет хранить инсайдерскую информацию, подлежащую раскрытию, за последние пять лет.

Согласно п. 4 ст. 17 Регламента 596/2014 эмитенты имеют право на отсрочку в раскрытии инсайдерской информации в следующих случаях:

► немедленное раскрытие инсайдерской информации приведет к нарушению законных интересов эмитента;

► несвоевременное раскрытие инсайдерской информации не введет общественность в заблуждение;

► эмитент способен обеспечить конфиденциальность информации[256].

---

[254]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance), Art. 10 // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.
[255]Там же, Art. 17(1).
[256]Там же, Art. 17(4).

Если на каком-либо этапе эмитент не может сохранять конфиденциальность информации, она должна быть раскрыта как можно скорее, особенно, если она является предметом обсуждения на рынке ценных бумаг[257]. Чтобы воспользоваться правом отсрочки раскрытия инсайдерской информации, эмитент должен организовать ведение записей о том, когда появилась инсайдерская информация и когда было принято решение об отсрочке ее публикации. В соответствии с п. 4 ст. 17 Регламента при раскрытии инсайдерской информации эмитент обязан уведомить уполномоченный национальный орган о том, что раскрытие совершено с отсрочкой, и предоставить соответствующие письменные объяснения[258].

Требование о специальном раскрытии информации имеет целью предотвращение инсайдерских сделок, поскольку в таком случае лишает инсайдерскую информацию своих характеристик (в частности, возможности влияния на цену). С момента раскрытия инсайдерской информации все участники рынка могут использовать ее в процессе принятия решений.

Обязанность вести список инсайдеров не является нововведением на уровне ЕС. Однако Регламент 596/2014 конкретизирует требования к данному списку. Согласно ст. 18 данный список должен содержать идентификационные данные лиц, которые имеют доступ к инсайдерской информации; причины включения таких лиц в данный список; время и дату, когда лица получили доступ к инсайдерской информации; дату составления списка. Таким образом, список инсайдеров будет более содержательным. Список инсайдеров необходимо постоянно актуализировать и хранить как минимум в течение пяти лет с момента его последнего обновления[259]. По требованию уполномоченных органов эмитент обязан предоставить список незамедлительно.

Эмитенты или лица, действующие от их имени, обязаны уведомить лица, включенные в список инсайдеров, о факте включения и предпринять все меры для того, чтобы лица, включенные в список инсайдеров, были проинформированы о

[257]Там же, Art. 17(7).
[258]Там же, Art. 17(4).
[259]Там же, Art. 18.

запрете на неправомерное использование и раскрытие инсайдерской информации и ответственности, которую они несут в связи с их включением в данный список.

Требование ст. 19 Регламента 596/2014 о раскрытии сделок с участием менеджеров компании распространяется на лиц, которые осуществляют управленческие функции, включая директоров и членов руководства, которые имеют постоянный доступ к инсайдерской информации, их близких связанных лиц, в том числе членов семьи. Все лица, подпадающие в вышеуказанную категорию, обязаны уведомлять о сделках с их участием эмитента в течение трех рабочих дней со дня совершения сделки[260].

Согласно п. 11-13 ст. 19 Регламента 596/2014 менеджеры компании не имеют права прямо или косвенно совершать какие-либо сделки в своих интересах или в интересах третьих лиц в отношении акций, долговых инструментов, деривативов или других финансовых инструментов[261], связанных с вышеперечисленными в течение «закрытого периода». Таким периодом признается срок в 30 календарных дней до опубликования промежуточной финансовой отчетности или отчета на конец года[262].

После получения соответствующей информации от менеджеров компании и их связанных лиц эмитент обязан раскрыть эту информацию не позднее, чем через три рабочих дня со дня осуществления сделки. Таким образом, и у менеджеров, и у эмитента есть не более трех рабочих дней на раскрытие информации. Полагаем, что эмитенты должны предусмотреть в своих внутренних правилах требование об уведомлении о сделках с участием менеджеров и связанных с ними лиц в период, более короткий, чем 3 рабочих дня.

Формальный запрет на злоупотребления на рынке ценных бумаг содержится в ст. 14 и ст. 15 Регламента 596/2014. Запрещается предоставление рекомендаций

---

[260]Там же, Art. 19.

[261]См. подробнее Kern A., Maly V. The new EU market abuse regime and the derivatives markets // Law and Financial Markets Review. – 2015. – Vol. 9. – No 4. – P. 243-250.

[262]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance), Art. 19(11-13) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

на основе инсайдерской информации, неправомерное раскрытие инсайдерской информации, совершение инсайдерских сделок и манипулирование рынком. Нововведением Регламента является запрет на попытки осуществить инсайдерские сделки и манипулирование рынком[263].

Существуют исключения из запрета на рыночные злоупотребления в отношении программ обратного выкупа и программ стабилизации, если они отвечают требованиям ст. 5 Регламента.

Осуществление купли-продажи собственных акций в рамках программы обратного выкупа в некоторых случаях не является нарушением по смыслу Регламента. В частности, отсутствует правонарушение, если целью таких действий является:

- уменьшение капитала эмитента;

- исполнение обязательств из инструментов привлечения средств на возвратной основе;

- исполнение обязательств из программ продажи акций сотрудникам по льготной цене или из иных льготных схем для работников, членов правления эмитента или связанной с ним компании[264].

Эмитент обязан раскрыть перед уполномоченным органом торговой площадки все детали подобных программ до начала торгов и объявить, что предстоящие сделки являются частью программы, а затем раскрыть всю схему публично[265].

На сделки в рамках программы стабилизации ценных бумаг не распространяется запрет в случае, если:

- стабилизация занимает ограниченный период;

- соответствующая информация о программе стабилизации раскрыта перед уполномоченным органом торговой площадки;

- программа стабилизации отвечает техническим стандартам[266].

---

[263]Там же, Art. 14, 15.
[264]Там же, Art. 5(2).
[265]Там же, Art. 5(3).
[266]Там же, Art. 5(2).

Инсайдерская торговля в соответствии со ст. 8 Регламента о рыночных злоупотреблениях происходит в случае, когда лицо, владеющее инсайдерской информацией, использует ее, чтобы совершить сделку, попытку осуществить сделку или предоставить рекомендацию, или побудить иное лицо сделать это[267]. Инсайдерская сделка подразумевает получение и распоряжение финансовыми инструментами, к которым относится инсайдерская информация, отмену или изменение заявки в отношении финансовых инструментов, сделанного до получения инсайдерской информации. В данном случае лицо, использующее рекомендации или побуждения, будет считаться участником инсайдерской торговли, если оно знает или должно было знать, что такие рекомендации и побуждения основаны на инсайдерской информации.

Еще одним значимым нововведением Регламента о рыночных злоупотреблениях является использование термина «зондирование рынка». Зондирование рынка – это сообщение информации до того, как о сделке будет объявлено публично, конкретным потенциальным инвесторам с целью оценки их заинтересованности[268]. Чтобы данная процедура входила в исключения из правонарушения, она должна быть соблюдена точно в соответствии с Регламентом 596/2014. Согласно ст. 11 участник рынка, осуществляющий раскрытие, должен:

► выяснить, кто из потенциальных инвесторов желает, а кто не желает участвовать в информировании;

► предоставить потенциальным инвесторам определенную информацию;

► оценить, происходит ли в процессе информирования передача инсайдерской информации;

► оценить, когда инсайдерская информация утратила статус инсайдерской, и уведомить об этом потенциальных инвесторов;

► сохранять записи о процедуре информирования в течение пяти лет[269].

---

[267]Там же, Art. 8.
[268]Там же, Art. 11.
[269]Там же.

Норма о зондировании рынка является полезным средством защиты инвесторов. Она помогает изучить спрос и заинтересованность участников рынка в определенных финансовых инструментах.

Манипулирование рынком происходит согласно ст. 12 Регламента 596/2014 в следующих случаях:

► предоставление ложных или вводящих в заблуждение знаков: сделка, заявка или иные действия, которые дают или могут дать ложные или вводящие в заблуждение сигналы о предложении, спросе или цене финансовых инструментов, или которые обеспечивают или могут обеспечить цену финансового инструмента на отклоняющемся от нормы или искусственном уровне;

► использование притворных схем, обмана или махинаций: сделка, размещение заявки на торгах или иные действия, которые повлияют или могут повлиять на цену финансовых инструментов;

► распространение информации через СМИ, сеть Интернет или иным образом: сведения, которые дают или могут дать ложные или вводящие в заблуждение сигналы о предложении, спросе или цене финансовых инструментов, или которые обеспечивают или могут обеспечить цену финансового инструмента на отклоняющемся от нормы или искусственном уровне; включая распространение слухов, когда лицо, передающее их, знало или должно было знать о том, что информация ложная или вводящая в заблуждение;

► некоторые иные действия: сотрудничество между участниками рынка с целью обеспечения доминирующего положения касательно предложения и спроса на финансовые инструменты или создания иных несправедливых условий торговли (включая алгоритмическую и высокочастотную торговлю)[270].

В приложении I к Регламенту перечислены признаки манипулирования, представляющего собой предоставлении ложной или вводящей в заблуждение информации, либо фиксацию цен на искусственном или ненормальном уровне, а также признаки манипулирования, представляющего собой использование

[270]Там же, Art. 12.

механизмов обмана или махинаций[271].

Регламент о рыночных злоупотреблениях содержит два исключения, при наличии которых манипулирование рынком не является правонарушением. Первое касается программ обратного выкупа и программ стабилизации, которые были рассмотрены ранее. Второе исключение составляет принятая рыночная практика[272]. Такая практика должна быть установлена уполномоченным национальным органом в связи с тем, что она представляет собой действия, которые можно разумно ожидать на конкретном национальном финансовом рынке от участников. ЕС вводит определенные ограничения при установлении принятой рыночной практики: отсутствие нарушения прозрачности рынка, сохранение мер по обеспечению безопасности операций на рынке, позитивное влияние на ликвидность и эффективность рынка и др.[273] С нашей точки зрения, такое изъятие не соотносится с целью Регламента, потому что приведет к недостаточной гармонизации данной нормы в государствах-членах ЕС.

Регламент о рыночных злоупотреблениях продолжает политику сотрудничества между регуляторами финансовых рынков. Согласно ст. 22 Регламента 596/2014, государства-члены ЕС должны определить уполномоченный национальный орган в целях противодействия рыночным злоупотреблениям[274]. Компетенция такого органа существенно расширена. Он имеет право доступа в частные помещения для проведения расследования; требовать существующие записи телефонных разговоров, электронных сообщений или записей трафика данных; просить о замораживании или конфискации активов; требовать приостановить торги финансового инструмента заинтересованными сторонами; наложить временный запрет на осуществление профессиональной деятельности; принять меры для информирования общественности путем исправления ложной или вводящей в заблуждение информации и др.

---

[271]Там же, Ann. 1.
[272]Там же, Art. 13.
[273]Там же.
[274]Там же, Art. 22.

Предусмотрена кооперация уполномоченных национальных органов с Европейским органом по ценным бумагам и рынкам[275]; друг с другом[276]; с уполномоченными органами третьих стран[277]. Такая координация подразумевает оперативный информационный обмен, сотрудничество при осуществлении мер по расследованию, надзору и приведению в исполнение.

В части вопроса о средствах административного воздействия и административных наказаниях в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг Регламентом 596/2014 предусмотрены нововведения. В ст. 30 Регламента 596/2014 закреплены следующие меры:

► распоряжение, требующее от лица, ответственного за правонарушение, прекратить неправомерное поведение и воздерживаться от его повторения;

► изъятие в доход государства суммы всей прибыли, полученной из незаконного поведения, или суммы убытков, которые удалось избежать из незаконного поведения, если их можно оценить;

► публичное предупреждение, которое указывает на лицо, ответственное за нарушение, и характер нарушения;

► прекращение деятельности или приостановление разрешения на деятельность инвестиционной компании;

► временный запрет физическому лицу, которое выполняет управленческие функции в инвестиционной компании, ответственному за правонарушение, на осуществление таких функций;

► постоянный запрет физическому лицу, которое выполняет управленческие функции в инвестиционной компании, ответственному за правонарушение, на осуществление таких функций;

► временный запрет физическому лицу, которое выполняет управленческие функции в инвестиционной компании, ответственному за правонарушение, на осуществление операций в своих личных интересах;

---

[275]Там же, Art. 24.
[276]Там же, Art. 25.
[277]Там же, Art. 26.

► максимальный административный штраф в как минимум тройном размере суммы всей прибыли, полученной из незаконного поведения, или суммы убытков, которые удалось избежать из незаконного поведения, если их можно оценить;

► в отношении физических лиц нижний порог административного штрафа за нарушение ст. 14 и ст. 15 Регламента (запрет на инсайдерские сделки, неправомерное раскрытие инсайдерской информации, манипулирование рынком) составляет 5 млн. евро; за нарушение ст. 16 и ст. 17 (публичное раскрытие инсайдерской информации и предупреждение и выявление злоупотреблений на рынке ценных бумаг) – 1 млн. евро; за нарушение ст. 18, 19 и 20 (списки инсайдеров, сделки с участием менеджеров и инвестиционные рекомендации и статистика) – 500 тыс. евро;

► в отношении юридических лиц нижний порог административного штрафа за нарушение ст. 14 и ст. 15 Регламента (запрет на инсайдерские сделки, неправомерное раскрытие инсайдерской информации, манипулирование рынком) составляет 15 млн. евро или 15% от общего годового оборота компании; за нарушение ст. 16 и ст. 17 (публичное раскрытие инсайдерской информации и предупреждение и выявление злоупотреблений на рынке ценных бумаг) – 2,5 млн. евро или 2% от общего годового оборота; за нарушение ст. 18, 19 и 20 (списки инсайдеров, сделки с участием менеджеров и инвестиционные рекомендации и статистика) – 1 млн. евро.

Европейский союз подошел комплексно к вопросу административной ответственности в рамках противодействия рыночным злоупотреблениям. Предусмотрены профилактические меры и серьезные финансовые санкции. Формулировка, предусмотренная в ст. 30 Регламента 596/2014, «нижний порог штрафа» означает, что государства-члены ЕС могут самостоятельно выбрать более высокие его размеры исходя из национального подхода.

Особого внимания заслуживает форма акта, которую избрал европейский законодатель. Наиболее общие вопросы закреплены в акте в форме регламента. В соответствии со ст. 288 ДФЕС, регламент, в отличие от директивы, имеет прямое действие в государствах-членах ЕС, положения которого не должны быть

перенесены в национальное законодательство[278]. Таким образом, из-за прямого действия, принятие регламента предусматривает единые правила, применяемые на территории всего ЕС. Данный факт свидетельствует о том, что произошел переход от идеи наибольшей гармонизации, как это было при принятии Директивы о рыночных злоупотреблениях в 2003 г., к идее наибольшей унификации.

2.2. Директива 2014/57/ЕС

Абсолютным нововведением на уровне ЕС стало принятие единых стандартов в области уголовного наказания за злоупотребления на рынке ценных бумаг[279].

Специальные вопросы, касающиеся уголовной ответственности, урегулированы в рамках директивы. Это связано с тем, что сближение законодательств государств-членов ЕС в области уголовного права возможно только путем принятия директив. В п. 2 ст. 83 ДФЕС предусмотрено установление единых минимальных правил, относящихся к определению уголовных правонарушений и санкций в определенной сфере, с целью обеспечения эффективной реализации политики Европейского союза[280].

Директива следует подходу, изложенному в Сообщении Европейской комиссии «На пути к уголовной политике ЕС – обеспечение эффективной

[278]Treaty on the Functioning of the European Union (Consolidated version 2007), Art. 288 // Official Journal of European Union. – 2007. – No C 326. – P. 47-390.
[279]См. подробнее Luchtman M., Vervaele J. Enforcing the Market Abuse Regime: Towards an Integrated Model of Criminal and Administrative Law Enforcement in the European Union? // New Journal of European Criminal Law. – 2014. – Vol. 5. – No. 2. – P. 192 – 220; Лапшин В. Ф. Ответственность за совершение финансовых преступлений по праву Евросоюза и некоторых государств-членов ЕС // Библиотека криминалиста. Научный журнал. – 2014. – № 6 (17). – С. 323-327.
[280]Treaty on the Functioning of the European Union (Consolidated version 2007), Art. 83 (2) // Official Journal of European Union. – 2007. – No C 326. – P. 47-390.

имплементации политики ЕС в рамках уголовного права» [281] от 20 сентября 2011 г. Руководство содержит оценку национального правового регулирования, основанную на фактических данных, и объясняет дополнительные преимущества единых минимальных европейских стандартов в области уголовного права, основанных на принципах необходимости, пропорциональности и субсидиарности.

В доктринальных источниках отмечается, что «уголовные санкции, установленные государствами-членами Евросоюза, являются слабыми и несогласованными. Это приводит к неэффективности применяемых мер и использованию хозяйствующими субъектами разницы в нормативной базе различных стран в свою пользу»[282].

Директива 2014/57/ЕС от 16 апреля 2014 г. об уголовной ответственности за рыночные злоупотребления[283] устанавливает единые для всего ЕС: понятия преступлений в области рыночных злоупотреблений: инсайдерские сделки[284], неправомерное раскрытие инсайдерской информации[285] и манипулирование рынком[286]; минимальные уголовные санкции; концепцию привлечения к уголовной ответственности юридического лица[287]. Следует согласиться с Р. А. Касьяновым в том, что: «подобная инициатива была предпринята, чтобы улучшить ситуацию с неэффективным противодействием рыночным злоупотреблениям в государствах-членах ЕС и не позволить правонарушителям использовать лазейки в национальном законодательстве и избегать ответственности»[288].

---

[281] Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Towards an EU Criminal Policy: Ensuring the effective implementation of EU policies through criminal law 20 September 2011 // URL: http://ec.europa.eu/justice/criminal/files/act_en.pdf (дата обращения: 12.11.2017).

[282]Климек Л. Эффективное применение санкций за злоупотребления на рынке в европейском союзе: введение уголовно-правовых санкций (перевод – Нагорная И. И.) // Государство и право. – 2015. – №1. – С. 156; см. подробнее Cumming D. J., Groh A. P., Johan S. Same Rules, Different Enforcement: Market Abuse in Europe // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. – 2018. – Vol. 54. – P. 130-151.

[283]Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 179-189.

[284]Там же, Art. 3.

[285]Там же, Art. 4.

[286]Там же, Art. 5.

[287]См. подробнее Faure M. G., Leger C. The Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: A Move towards Harmonizing Inside Trading Criminal Law at the EU Level? // Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law. – 2015. – Vol. 9. – No 2. – P. 387-427.

[288]Касьянов Р. А. Европейский Союз готов пересечь Рубикон, или новый этап развития правового регулирования в области борьбы с рыночными злоупотреблениями // Российский юридический журнал. – 2014. – №5(98). – С. 82.

Преступлениями в сфере рыночных злоупотреблений считаются только опасные действия. В этой связи в Директиве 2014/57/ЕС приведены различные факторы, которые должны рассматриваться уполномоченными органами как показатели опасности:

► воздействие на целостность рынка;

► фактическая или потенциальная сумма полученной прибыли или убытков, которые удалось избежать;

► степень ущерба, причиненного финансовому рынку;

► высокая стоимость обращающихся финансовых инструментов;

► правонарушитель является участником преступной организации;

► лицо ранее совершало подобные преступления[289].

В смысле Директивы 2014/57/ЕС считаются опасными правонарушения в области рыночных злоупотреблений, совершенные преднамеренно[290] и по грубой неосторожности[291]. Согласно п. 2 ст. 6 Директивы 2014/57/ЕС попытка осуществить инсайдерскую сделку, рекомендацию или побуждение иных лиц к участию в инсайдерских сделках и манипулирование рынком являются преступлением[292]. Подстрекательство, пособничество и содействие вышеуказанным преступлениям является уголовно наказуемым преступлением[293].

В ст. 7 Директивы 2014/57/ЕС предусмотрены уголовные наказания для физических лиц. Они должны быть эффективными, соразмерными и оказывающими сдерживающее воздействие[294]. За инсайдерские сделки, рекомендацию или побуждение иных лиц к участию в инсайдерских сделках, а также манипулирование рынком предусмотрена ответственность в виде лишения

[289]Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive), Preamble (11, 12) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 179-189.
[290]Там же, Preamble (10).
[291]Там же, Preamble (21).
[292]Там же, Art. 6(2).
[293]Там же, Art. 6(1).
[294]Там же, Art. 7(1).

свободы на срок не менее четырех лет[295]. Неправомерное раскрытие инсайдерской информации наказывается лишением свободы на срок не менее двух лет[296].

Ст. 8 Директивы 2014/57/ЕС устанавливает уголовную ответственность юридического лица за правонарушения, совершенные в его интересах его руководителями, а также иными лицами по причине недостаточного контроля со стороны руководящих органов[297].

Согласно ст. 9 Директивы 2014/57/ЕС государства-члены ЕС должны принять необходимые меры для обеспечения эффективных, соразмерных и оказывающих сдерживающее воздействие санкций в отношении юридических лиц, ответственных за рыночные злоупотребления. Такие санкции должны включать уголовные или не уголовные штрафы и могут включать иные способы уголовного воздействия:

► лишение права на получение государственных льгот и помощи;

► временное или постоянное лишение права заниматься коммерческой деятельностью;

► помещение под судебный надзор;

► принудительная ликвидация в судебном порядке;

► временное или постоянное закрытие учреждений, которые были использованы для совершения преступления.

Особенное внимание необходимо обратить на норму, содержащуюся в п. 3 ст. 8 Директивы 2014/57/ЕС, в соответствии с которой уголовная ответственность юридических лиц не исключает уголовного преследования физических лиц, которые принимали участие в преступлении в качестве исполнителя, подстрекателя, сообщника[298].

---

[295]Там же, Art. 7(2).
[296]Там же, Art. 7(3).
[297]Там же, Art. 8.
[298]Там же, Art. 8(3).

Директива 2014/57/ЕС предполагает перечень минимальных уголовных мер за совершение наиболее серьезных преступлений на рынке ценных бумаг[299]. На национальном уровне государств-членов ЕС данный список мер может быть расширен и ужесточен.

§ 3. Влияние опыта ЕС на законодательства третьих стран на примере Швейцарии[300]

Представляется любопытным проследить возможное влияние опыта Европейского союза в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг на законодательство третьих стран. Это связано с тем, что в результате реформы ЕС значительно продвинулся в правовом регулировании данной сферы и видится интересным исследовать возможности использования этого передового опыта.

В 2015 г. был принят Делегированный регламент Европейской комиссии 2016/522 от 17 декабря 2015 г., дополняющий Регламент ЕС 596/2014 Европейского Парламента и Совета об исключении в отношении некоторых государственных органов и центральных банков третьих стран, признаках манипулирования на рынке ценных бумаг, порогах раскрытия, уполномоченных органах для

[299]См. подробнее Luchtman M., Vervaele J. Enforcing the Market Abuse Regime: Towards an Integrated Model of Criminal and Administrative Law Enforcement in the European Union? // New Journal of European Criminal Law. – 2014. – Vol. 5. – No. 2. – P. 192 – 220.

[300]Выводы, изложенные в данном параграфе диссертации, были опубликованы в статье автора диссертационного исследования: Касьянов Р. А., Калинина Ю. В. Реформа правовых основ Европейского союза и Швейцарии в области борьбы с рыночными злоупотреблениями // Вестник Орловского государственного университета. Серия: Новые гуманитарные исследования. – 2015. – № 3 (44). – С. 51-54.

уведомления об отсрочке в раскрытии, разрешении на осуществление торгов в закрытый период и видах сделок менеджеров, подлежащих уведомлению[301].

Данный Регламент вводит понятие «третьих стран» в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС. Перечень третьих стран носит закрытый характер: Австралия, Бразилия, Канада, Китай, Гонконг, Индия, Япония, Мексика, Сингапур, Южная Корея, Турция, США, Швейцария. Особое внимание стоит обратить на то, что европейский законодатель в рамках правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг под третьими странами понимает в том числе Швейцарию, которая имеет тесные связи с Европейским союзом.

Выбор именно Швейцарии для сопоставительного анализа и оценки правового опыта ЕС был сделан по ряду причин. Во-первых, это государство является признанным международным финансовым центром и обладает хорошо развитым законодательством в сфере регулирования финансовых услуг. Во-вторых, являясь европейским государством, Швейцария входит в Европейскую ассоциацию свободной торговли[302], в шенгенское пространство, при этом, не является членом Европейского союза, членом валютного союза ЕС, участником Европейской экономической зоны[303]. Таким образом, Швейцария имеет тесные связи с Европейским союзом и государствами-членами ЕС, однако, на нее не распространяется действие правовых норм, связанных с противодействием рыночном злоупотреблениям. Более того, в рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг европейский законодатель прямо относит Швейцарию к третьим странам[304].

---

[301]Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 88. – P. 1-18; см. Глава 3, § 1.

[302]The European Free Trade Association. Официальный сайт // URL: http://www.efta.int/.

[303]The European Economic Area (EEA). Официальный сайт // URL: http://www.efta.int/eea; см. подробнее Astrid E., Benedikt P. The Integration of Switzerland into the Framework of EU Law by Means of the Bilateral Agreements // The Rising Complexity of European Law. – 2014. – p. 39-66.

[304]Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays,

Сразу после того, как в октябре 2011 г. в ЕС были опубликованы первые проекты новых директивы и регламента о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг, 28 сентября 2012 г. Парламент Швейцарии принял Федеральный закон о внесении поправок в Уголовный кодекс Швейцарии и в Федеральный закон 954.1 о фондовых биржах и об операциях с ценными бумагами[305] по вопросам, связанным с злоупотреблениями на рынке ценных бумаг.

В результате реформы было существенным образом изменено и расширено правовое регулирование противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. В частности, в ФЗ 954.1:

1) введено широкое понятие инсайдерской информации. Согласно п. f ст. 2 ФЗ 954.1, инсайдерской информацией считается конфиденциальная информация, разглашение которой может повлиять в значительной степени на цену ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже или в организациях, аналогичных швейцарской бирже[306]. Иными словами, определение инсайдерской информации схоже с определением, принятым в праве ЕС;

2) введена ст. 33e ФЗ 954.1, которая раскрывает понятие «неправомерное использование инсайдерской информации»: - ее использование в целях приобретения или отчуждения ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже или в организациях, аналогичных швейцарской бирже, или в целях использования производных инструментов, относящихся к таким финансовым инструментам; - ее разглашение третьим лицам; - приобретения или отчуждения ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже или в организациях, аналогичных швейцарской бирже, или в целях использования производных инструментов, относящихся к таким финансовым инструментам[307];

3) установлены случаи законного поведения на рынке ценных бумаг в области распространения инсайдерской информации: операции с ценными

---

the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 88. – P. 1-18.

[305]Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM), modification du 28 septembre 2012 // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/official-compilation/2013/1103.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

[306]Там же, Art. 2 f.

[307]Там же, Art. 33 e.

бумагами, конечной целью которых является консолидация контрольного пакета акций и его конкурсного публичного предложения; особый юридический статус адресата информации[308] (примером исключения в обоих случаях может выступать деятельность государственных органов Швейцарии, которые не выступают инвесторами и выполняют публичные функции);

4) введена ст. 33 f ФЗ 954.1 о манипулировании на рынке ценных бумаг, которое включает: публичное распространение информации, которая даст или потенциально может дать ложные или вводящие в заблуждения сигналы рынку о предложении, спросе или стоимости ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже или в организациях, аналогичных швейцарской бирже; исполнение операций или поручений по покупке или продаже ценных бумаг, которые дадут или потенциально могут дать ложные или вводящие в заблуждения сигналы рынку о предложении, спросе или стоимости ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже или в организациях, аналогичных швейцарской бирже[309]. Исключениями из манипулирования рынком в Швейцарии считаются операции с ценными бумагами, целью которых является поддержание биржевого курса и стабилизация цен, а также, программы по обратному выкупу ценных бумаг[310].

Законодательная инициатива коснулась реформирования Уголовного кодекса Швейцарии, из содержания которого были исключены ст. 161 и ст. 161 bis[311], регулирующие в предыдущих редакциях вопросы мер уголовной ответственности в части «использования конфиденциальной информации»[312] и «манипулирования курсом»[313]. Положения, касающиеся уголовной ответственности за злоупотребления на рынке ценных бумаг, были перенесены из Уголовного кодекса Швейцарии в ст. 40 и ст. 40a ФЗ 954.1 с существенными изменениями. Так, за неправомерное использование инсайдерской информации по

[308]Там же, Art. 33 e (2).
[309]Там же, Art. 33 f (1).
[310]Там же, Art. 33 f (2).
[311]Code pénal Suisse du 21 décembre 1937 (Etat le 1er mai 2013) // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/19370083/201305010000/311.0.pdf (дата обращения: 10.04.2018).
[312]Там же, Art. 161.
[313]Там же, Art. 161 bis.

общему правилу для должностных лиц предусмотрено наказание в виде лишения свободы на срок до трех лет или в виде денежного штрафа[314]. Если лицо при неправомерном использовании инсайдерской информации получило денежную выгоду в размере, превышающем один миллион швейцарских франков, то к нему применяются меры ответственности в виде лишения свободы на срок до пяти лет или в виде денежного штрафа[315]. Неправомерное использование инсайдерской информации лицами, получившими ее от первичных инсайдеров или иным преступным путем, которые для себя или для третьих лиц получают финансовую выгоду, наказывается лишением свободы на срок до одного года или денежным штрафом[316]. Все иные (не должностные лица), неправомерно использующие инсайдерскую информацию, несут ответственность в виде денежного штрафа[317].

В соответствии со ст. 40a Федерального закона 954.1, лицо, которое осуществляет манипулирование рынком в виде умышленного распространения ложной или вводящей в заблуждение информации или продает и покупает ценные бумаги, которые прямо или косвенно принадлежат одному и тому же лицу или связанным лицам, наказывается лишением свободы на срок до трех лет или в виде денежного штрафа. Лицо, чьи неправомерные действия позволили получить выгоду в сумме, превышающей один миллион франков, – соответственно сроком до пяти лет или в виде денежного штрафа.

В целом реформа была проведена оперативно и однозначно можно сделать вывод о том, что швейцарский законодатель изучил и во многом воспринял опыт ЕС в этой сфере. Данный вывод подтверждается не только схожим содержанием нововведенных норм, но и тем, что в некоторых актах, не имеющих обязательной юридической силы, принятых на государственном уровне, содержались прямые ссылки на акты ЕС. Так, изменения в законодательство Швейцарии были внесены отдельным законодательным актом Федерального собрания Швейцарской

---

[314]Там же, Art. 40(1).
[315]Там же, Art. 40(2).
[316]Там же, Art. 40(3).
[317]Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM), modification du 28 septembre 2012, Art. 40 (4) // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/official-compilation/2013/1103.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

Конфедерации[318], основанным на ранее опубликованном Сообщении в отношении внесения изменений в Закон о фондовых биржах и об операциях с ценными бумагами, опубликованным ранее[319]. Данное сообщение содержало проект поправок, подлежащих внесению в Закон о фондовых биржах и об операциях с ценными бумагами. Сообщение представляет собой системный всесторонний анализ актуальных на тот момент положений не только швейцарского законодательства, но и европейского и обоснование необходимости реформирования. Отдельный параграф посвящен сравнению с иными правопорядками и соотношению швейцарского права с европейским правом. В параграфе 1.5 устанавливаются приоритетные направления реформы противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг как на уровне ЕС, так и в Швейцарии. Интересным кажется заключение (п. 1.5.4), к которому приходят авторы проекта, в соответствии с которым Швейцария не должна ждать окончания реформы в ЕС, а должна идти на опережение и приступать к реформированию немедленно, поскольку основные линии реформы уже установлены и европейским законодателем, и швейцарским[320].

Однако на этой стадии реформа не завершилась, и в 2015 г. начался ее второй этап. 3 сентября 2014 г. был выпущен пресс-релиз с проектом новой реформы[321]. Эта реформа уже носила более глобальный характер: все законодательные положения, связанные с рынком ценных бумаг, должны быть закреплены в отдельном едином правовом акте, а не были разбросаны по нескольким актам. Кроме того, в данном проекте также содержится положение о сравнении с иностранным законодательством (п.1.4). Швейцарский законодатель делает отсылки не абстрактно на законодательство ЕС, а на конкретные акты ЕС[322].

---

[318]Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM), modification du 28 septembre 2012 // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/official-compilation/2013/1103.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

[319]Message relatif à la modification de la loi sur les bourses (Délits boursiers et abus de marché) du 31 août 2011 // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/federal-gazette/2011/6329.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

[320]Там же.

[321]Message concernant la loi sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 septembre 2014 // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/federal-gazette/2014/7235.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

[322]Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2012. – No L 201. – P. 1-59; Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial

Противодействию злоупотреблений на рынке ценных бумаг в Сообщении посвящен отдельный параграф[323], в котором указано, что текущее законодательство в данной области актуально и эффективно и в ходе реформы будет сохранено.

На основе вышеуказанного Сообщения 19 июня 2015 г. был принят Федеральный закон 958.1 об инфраструктурной организации финансового рынка и поведения на рынке ценных бумаг и производных финансовых инструментов[324], который вступил в силу 1 января 2016 г. Это отдельный нормативно-правовой акт, комплексно регулирующий вопросы организации финансового рынка и деятельности участников рынка ценных бумаг. Закон нацелен на повышение уровня транспарентности и эффективного функционирования рынков ценных бумаг. Положения данного закона о противодействии злоупотреблениям на рынке ценных бумаг и о мерах ответственности за такие правонарушения были перенесены из Федерального закона 954.1.

Традиционно для государств, где на законодательном уровне урегулированы вопросы противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, контролирующие и надзорные функции в области применения мер административного воздействия выполняет мегарегулятор. В Швейцарии это Федеральное управление по надзору за финансовыми рынками[325]. Деятельность и функции данного Органа урегулированы в Федеральном законе 956.1 о Федеральном управлении по надзору за финансовыми рынками[326].

---

instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 349-496; Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 84–148; Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012 (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 257. – P. 1-72.

[323]Message concernant la loi sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 septembre 2014 // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/federal-gazette/2014/7235.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

[324]Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 19 juin 2015 (Etat le 1er janvier 2016) // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/20141779/201601010000/958.1.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

[325]L'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers de Swisse. Официальный сайт // URL: https://www.finma.ch/.

[326]Loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 22 juin 2007 (Etat le 1er janvier 2016) // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/20052624/201601010000/956.1.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

Ключевым элементом реформы является расширение полномочий Федерального управления по надзору за финансовыми рынками в вопросе инициирования административного процесса по делам о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг. Данный орган уполномочен расследовать случаи неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования на рынке ценных бумаг и применять меры административной ответственности за данные противоправные действия ко всем участникам рынка ценных бумаг. Компетенция Федерального управления отныне распространяется не только на регулируемые финансовые площадки, банки или профессиональных участников рынка ценных бумаг, но и на всех участников рынка ценных бумаг, будь то на регулируемых или нерегулируемых площадках.

В соответствии с Федеральным законом 956.1 в полномочия Федерального управления входит[327]: принятие мер по профилактике правонарушений; принятие мер по прекращению правонарушения; направление запросов о предоставлении информации и документации любому участнику рынка ценных бумаг; сбор доказательств; открытие формального производства; установление факта нарушения законодательства; принятие и опубликование декларативного решения, в том числе об общественном порицании; лишение права голоса в компании физического лица; введение внешнего наблюдателя в компанию; снятие с должности ответственного лица; лишение права участвовать в сделках купли-продажи ценных бумаг; конфискация доходов, полученных по незаконным сделкам; запрещение определённого рода деятельности; отзыв лицензии на ведение определенной деятельности; принудительная ликвидация / принудительное банкротство.

Деятельность Федерального управления показала свою эффективность. Ежегодно публикуются отчеты по обеспечению соблюдения контроля за финансовыми рынками. Согласно статистике, опубликованной в Отчете 2016 г.[328],

[327]Loi fédérale sur la procédure administrative du 20 décembre 1968 (Etat le 1er janvier 2017), Art. 29-37 // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/19680294/201701010000/172.021.pdf (дата обращения: 10.04.2018).
[328]FINMA Annual Report 2016 // URL: https://www.finma.ch/en/news/2017/04/20170404-mm-jmk/ (дата обращения: 10.04.2018).

наиболее популярными мерами административной ответственности являются: принудительная ликвидация / принудительное банкротство (26 случаев в 2016 г.); введение внешнего наблюдателя в компанию (25 случаев в 2016 г.); применение специальных условий и ограничений к правонарушителю (9 случаев в 2016 г.). Интересно, что такие способы как отзыв лицензии и конфискация доходов, полученных по незаконным сделкам, не так часто используются (2 и 2 случая соответственно в 2016 г.).

Федеральное управление не обладает полномочиями по взысканию штрафов и применению иных финансовых наказаний в отношении правонарушителей за злоупотребления на рынке ценных бумаг. Одновременно с этим невыполнение требований Федерального управления является основание для применения серьезных санкций, в том числе уголовных. С лица, намеренно игнорирующего решение Федерального управления, может быть взыскан штраф в размере до 100 000 швейцарских франков[329]. Лицо, которое предоставило сведения, не соответствующие действительности, в адрес Федерального управления, несет ответственность в виде лишения свободы сроком до трех лет, либо в виде штрафа в размере до 250 000 швейцарских франков[330].

Решения Федерального управления могут быть обжалованы в Федеральный Административный Суд[331], решения которого могут быть обжалованы в Федеральный Верховный Суд[332].

Федеральное управление по надзору за финансовыми рынками обязано сообщать о любом случае криминальной активности на рынке ценных бумаг в правоохранительные органы. Расследование уголовных дел в сфере злоупотреблений на рынке ценных бумаг в свете реформы было передано из компетенции следственных органов кантонов в федеральную компетенцию. Уполномоченным органом в сфере расследования неправомерного использования

[329]Loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 22 juin 2007 (Etat le 1er janvier 2016), Art. 48 // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/20052624/201601010000/956.1.pdf (дата обращения: 10.04.2018).
[330]Там же, Art. 45.
[331]Tribunal administratif fédéral Swiss. Официальный сайт // URL: https://www.bvger.ch/bvger/fr/home.html.
[332]Tribunal fédéral Swiss. Официальный сайт // URL: https://www.bger.ch/fr/index.htm

инсайдерской информации и манипулирования на рынке ценных бумаг является Федеральная Генеральная прокуратура[333]. Данное решение было принято с целью централизации расследования и привлечения к уголовной ответственности, что предполагает более эффективное применение уголовных санкций.

По аналогии с европейскими актами о противодействии злоупотреблениям на рынке ценных бумаг Федеральный закон 956.1 предусматривает обязанность Федерального управления по надзору за финансовыми рынками сотрудничать и обеспечивать обмен информацией с иными государственными органами Швейцарии, в том числе с Комитетом по борьбе с отмыванием денег[334], Государственным секретариатом Швейцарии по экономике[335], Федеральный органом по надзору за аудитом[336], Федеральным комитетом надзора за слияниями и поглощениями[337], Национальным швейцарским банком[338], Министерством финансов Швейцарии[339], уголовно-следственными органами.

В соответствии с Федеральным законом 956.1 Федеральное управление может участвовать в обмене информацией и оказывать и получать административную помощь от иностранных органов государственной власти[340] и от международных организаций[341], осуществляющих противодействие злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Швейцария является активным участником обмена информации. В рамках международного сотрудничества в 2014 г. Федеральное управление получило и обработало 479 запросов, в 2015 г. – 544 запроса, а в 2016 г. – 436 запросов[342]. Чаще всего Швейцария получает запросы из Франции (96 запросов в 2015 г., 55 запросов в 2016 г.), Германии (56 запросов в

---

[333]Office of the Attorney General of Switzerland. Официальный сайт // URL: http://www.bundesanwaltschaft.ch/.
[334]Money Laundering Reporting Office Switzerland. Официальный сайт // URL: https://www.fedpol.admin.ch/fedpol/en/home/kriminalitaet/geldwaescherei.html.
[335]State Secretariat for Economic Affairs SECO of Switzerland. Официальный сайт // URL: https://www.seco.admin.ch/seco/en/home.html.
[336]Federal Audit Oversight Authority. Официальный сайт // URL: https://www.rab-asr.ch/en/.
[337]Swiss Takeover Board. Официальный сайт // URL: http://www.takeover.ch/lang/en.
[338]La Banque nationale Suisse. Официальный сайт // URL: https://www.snb.ch/fr/.
[339]Département fédéral des finances. Официальный сайт // URL: https://www.efd.admin.ch/efd/fr/home.html.
[340]Loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 22 juin 2007 (Etat le 1er janvier 2016), Art. 42 // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/20052624/201601010000/956.1.pdf (дата обращения: 10.04.2018)
[341]Там же, Art 42 b.
[342]FINMA Annual Report 2016 // URL: https://www.finma.ch/en/news/2017/04/20170404-mm-jmk/ (дата обращения: 10.04.2018).

2015 г., 46 запросов в 2016 г.), Соединенных Штатов Америки (61 запрос в 2015 г., 46 запросов в 2016 г.), Великобритании (31 запрос в 2015 г., 36 запросов в 2016 г.), Австрии (23 запроса в 2015 г., 9 запросов в 2016 г.).

Среди всех запросов первое место занимают запросы, связанные с обменом информации в рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг: в 2015 г. – 233 запроса, в 2016 г. – 153 запроса, что составляет 42% от общего числа запросов в 2015 г. и 35% – в 2016 г. Швейцария участвует в обмене информации не только как сторона, представляющая информацию по запросам, но и как инициативная сторона, направляющая запросы третьим государствам. Статистика исходящих запросов не такая высокая: в 2014 г. – 34 запроса, в 2015 г. – 38 запросов, в 2016 г. – 61 запрос. При это основными партнерами Швейцарии по информационному обмену остаются Франция, Германия, США, Великобритания, Австрия.

За последние шесть лет Швейцария провела глобальную реформу в сфере правового регулирования финансовых рынков. Преобразования коснулись в том числе правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Швейцарский законодатель значительно продвинулся в области противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию на рынке ценных бумаг, безусловно, основываясь на опыте Европейского союза.

Реформа значительно ужесточает меры, направленные на противодействие злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Новые законодательные положения расширяют полномочия Федерального управления по надзору за финансовыми рынками, расширяют перечень действий, подпадающих под уголовно наказуемые преступления, ужесточают меры уголовной ответственности. В рамках реформы было расширено действие закона по кругу лиц и в пространстве. Был ужесточен режим обращения с инсайдерской информацией, расширены методы борьбы с манипулированием на рынке ценных бумаг. Расследование уголовных дел в рамках злоупотреблений на рынке ценных бумаг передано на федеральный уровень.

Несмотря на то, что Швейцария использовала опыт ЕС, нельзя утверждать, что она заимствовала его без учета особенностей собственной финансовой и правовой системы. Швейцарское законодательство не восприняло несколько важных элементов противодействия. Например, законодательные правила не предусматривают обязанности вести список инсайдеров или предпринимать иные специальные меры по предотвращению злоупотреблений на рынке ценных бумаг. Такие обязанности могут, но не должны быть предусмотрены политиками внутренней службы компании-эмитента. Важным представляется то, что на законодательном уровне отсутствует запрет для вторичных или случайных инсайдеров на предоставление рекомендаций в адрес третьих лиц, направленных на покупку или продажу ценных бумаг. Полагаем, такие правонарушения не останутся без внимания правоприменителя, однако, их будет проще оспорить при отсутствии прямого законодательного запрета. Наиболее интересным видится отсутствие применения денежного штрафа в качестве дополнительной административной санкции за злоупотребления на рынке ценных бумаг.

Несмотря на вышеуказанные факторы, Швейцария сделала существенный прорыв в правовом регулировании противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию на рынке ценных бумаг. Реформа в данной сфере привела законодательство Швейцарии в соответствие с актуальными международными реалиями. Швейцария, не будучи членом Европейского союза, принимает законы, в основу которых закладывает правовой опыт ЕС[343]. Прямые отсылки к праву ЕС дают понимание о том, что Швейцария как один из крупнейших мировых финансовых лидеров, идет в ногу с Европейским союзом и принимает его лучшие практики.

Швейцария является глобальным игроком, а право ЕС в сфере противодействия рыночным злоупотреблениям соответствует самым высоким стандартам, и может быть использовано и другими третьими странами, которые являются или стремятся к тому, чтобы выступить в качестве мирового финансового

[343]См. подробнее Rapport explicatif concernant la révision de l’ordonnance sur les bourses du 10 avril 2013 // URL: http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/4098/%24FILE/dis4098.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

центра[344]. Пересмотр законодательства повысит уровень защиты участников рынка ценных бумаг и репутацию Швейцарии как ведущего мирового финансового центра.

***

Правовыми основами принятия Регламента 596/2014 от 16 апреля 2014 г. о рыночных злоупотреблениях и Директивы 2014/57/ЕС от 16 апреля 2014 г. об уголовной ответственности за рыночные злоупотребления являются ст. 114 ДФЕС и п. 2 ст. 83 ДФЕС соответственно. Ввиду отсутствия в Учредительных договорах ЕС прямых полномочий Европейского союза по принятию норм по противодействию злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, ЕС применяет широкое толкование нормы ст. 114 ДФЕС о внутреннем рынке и осуществляет свои полномочия на основе указанного положения. В п. 2 ст. 83 ДФЕС предусмотрена возможность введения единых минимальных уголовных правил в ЕС. Директива 2014/57/ЕС стала первым актом, посвященным мерам уголовной ответственности, на уровне ЕС, принятым на основании п. 2 ст. 83 ДФЕС. Таким образом, Европейский союз заявляет о чрезвычайной важности противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг.

В результате принятия Регламента 596/2014 и Директивы 2014/57/ЕС были устранены все выявленные ранее недостатки и упущения: расширена сфера применения норм по кругу субъектов и объектов регулирования; введены принцип экстерриториальности; запрет на неправомерное раскрытие инсайдерской информации в качестве отдельного правонарушения; понятия «зондирования рынка», «принятая рыночная практика»; программы обратного выкупа и программы по стабилизации в качестве исключения из правонарушения; ужесточены требования ведения списка инсайдеров; введено требование об обязательном раскрытии инсайдерской информации; уточнены требования к

[344]См. подробнее: Дмитрий Медведев назвал создание Международного финансового центра в Москве - безусловным приоритетом // Российская газета – Федеральный выпуск № 5423 (47) от 5 марта 2011 г.

информации о сделках с участием менеджеров; попытка совершить правонарушение признана самостоятельным правонарушением; введены минимальные пороги административной ответственности и уголовных наказаний.

По итогам масштабной реформы было изменено не только содержание нормативно-правовой базы, но и был изменен подход европейского законодателя[345]. Для унификации национальных законодательств государств-членов ЕС в области противодействия рыночным злоупотреблениям в качестве формы документа был выбран регламент. Еще одним свидетельством серьезности и объемности реформы является принятие отдельной Директивы об уголовных санкциях, которые ранее не были установлены на уровне ЕС.

Проделанное исследование позволило сформулировать обоснованный вывод о том, что к настоящему моменту в Европейском союзе сложилась собственная система регулирования противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком. Это четкая и строгая система, в которой предусмотрены все ранее находящиеся за рамками регулирования вопросы. Полагаем, что новый режим будет более эффективным и действенным. Представляется, что в будущем ЕС продолжит тенденцию интеграции и пойдет по пути дальнейшего сближения законодательств государств-членов[346].

Положительные результаты реформы оказали влияние не только на государства-члены ЕС, но и на третьи страны. Например, Швейцария вслед за Европейским союзом провела масштабную реформу, которую основала в том числе на анализе и рецепции опыта ЕС в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Об этом свидетельствует не только обновленное содержание швейцарских законов, но и прямые отсылки к праву ЕС в официальных документах. Реформа значительно ужесточает меры, направленные на противодействие злоупотреблениям на рынке ценных бумаг.

---

[345]См. подробнее Siems M., Nelemans M. The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution? // The Maastricht Journal of European and Comparative Law. – 2012. – Vol. 19. – P. 195-205.

[346]См. подробнее Ковлер А. И. Европейская интеграция: федералистский проект (историко-правовой очерк) / А. И. Ковлер. – М. : Статут, 2016. – 216 с.

Глава 3. Правовые механизмы Европейского союза в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг

Противодействие злоупотреблениям на рынке ценных бумаг реализуется при помощи различных механизмов, ключевую роль среди которых занимают правовые. Термин «правовой механизм» получил распространение в юридической литературе, особенно в отраслевой. В этой связи важно различать фундаментальную общетеоретическую категорию «механизм правового регулирования» и набирающий популярность термин «правовой механизм».

Понятие «механизм правового регулирования» в разное время было рассмотрено известными теоретиками С. С. Алексеевым[347], В. Н. Хропанюком[348], Н. И. Матузовым, А. В. Малько[349], Л. А. Морозовой[350], М. Н. Марченко[351], Р. В. Енгибаряном, Ю. А. Красновым[352] и др. Авторы понимают механизм правового регулирования как динамическое средство регулирования общественных отношений с помощью права, состоящее из норм права, субъективных прав и обязанностей, актов реализации права и правоприменительных актов.

---

[347]См. подробнее Алексеев С. С. Теория права / С. С. Алексеев – Харьков : Издательство ХГУ. – 1994. – 224 с.

[348]См. подробнее Теория государства и права : учебник / В. Н. Хропанюк ; под ред. В. Н. Стрекозова. – 3-е изд., доп. и исправл. – М. : Интерстиль : Омега-Л, 2008. – С. 339.

[349]См. подробнее Теория государства и права: Курс лекций / Под ред. Н.И. Матузова, А.В. Малько. – 3-е изд., пер. и доп. – М. : Норма: НИЦ Инфра-М, 2012. – 640 с.

[350]См. подробнее Теория государства и права : учебник / Л. А. Морозова. — 6-е изд., пер. и доп. — М. : Норма : ИНФРА-М, 2018. — 464 с.

[351]См. подробнее Проблемы теории государства и права: Учебник / М.Н. Марченко; Московский Государственный Университет им. М.В. Ломоносова (МГУ). – 2-е изд., пер. и доп. - М.: НОРМА, 2008. – 784 с.

[352]См. подробнее Енгибарян Р.В., Краснов Ю.К. Теория государства и права: учебное пособие / Р. В. Енгибарян, Ю. К. Краснов. - 2-е изд., пересмотр. и доп. - М.: Норма, 2010. – 576 с.

При этом в XXI веке все более распространенным становится понятие «правовые механизмы», используемое учеными-юристами в отраслевых исследованиях.

Первым ученым, затронувшим проблему правовых механизмов, был К. В. Шундиков. Он связывает появление такого термина с развитием юридического инструментализма. По мнению ученого, «правовой механизм есть объективированный на нормативном уровне, системно организованный комплекс юридических средств, необходимый и достаточный для достижения конкретной цели (совокупности целей)»[353]. При этом под правовыми средствами автор понимает права, обязанности, запреты, презумпции, фикции, сроки, процедуры, меры поощрения, меры ответственности и др.

К. В. Шундиков отмечает особые характеристики механизма: 1) сложность структурного строения; 2) системность, согласованность организации элементов; 3) способность к динамике и развитию; 4) «подверженность самоуправлению или внешнему управлению»[354]. Автор утверждает, что «каждое звено […] правового механизма в свою очередь само является относительно инструментальным комплексом …»[355]. По сути, правовой механизм представляет собой систему систем. Цель правовых механизмов, с точки зрения К. В. Шундикова, связана с «гарантированием наиболее оптимального достижения конкретных юридических целей и задач»[356].

Интересной представляется позиция Г. С. Беляевой. С точки зрения автора, понятие механизма в праве носит многозначный, межотраслевой и междисциплинарной характер и используется в различных областях научного знания[357]. Г. С. Беляева предлагает следующее определение «правового механизма» – «нормативно закрепленный, системно организованный комплекс правовых средств, обеспеченный деятельностью государственных органов и

---

[353]Шундиков К. В. Правовые механизмы: основы теории // Государство и право. – 2006. – № 12. – С. 15.
[354]Там же, С. 13.
[355]Там же, С. 14.
[356]Там же, С. 20
[357]Беляева Г. С. Правовой механизм: к вопросу об определении понятия и установлении признаков // Административное и муниципальное право. – 2016. – № 2. – С. 170.

служащий достижению в соответствии с определенной юридической процедурой определенных целей»[358]. При этом ученая рассматривает «правовые механизмы» в статике и в динамике, где в первом случае они представляют собой совокупность взаимосвязанных компонентов, а во втором – деятельность системообразующих элементов, направленную на реализацию его целей и задач[359].

А. Г. Блинов отмечает универсальный характер термина «правовые механизмы», который позволяет «распространить ее [его] значение на отдельные отрасли правовой системы, принимая во внимание специфику решаемых конкретной отраслью законодательства задач»[360]. Автор видит цель правовых механизмов в упорядочении социальных отношений, создании гарантий прав и свобод граждан, охраны частных и публичных интересов.

Идеи общенаучного характера и системности правовых механизмов поддерживает М. А. Удодова. Автор пишет, что «структурность правового механизма указывает на системность образующих его частей, из взаимодействия которых складывается динамика права как целостного образования»[361].

Мусаев М. А. понимает под правовым механизмом «установленную законом систему правовых норм и правоотношений, характеризующих направления, формы способы, средства и организационно-правовой инструментарий деятельности субъектов государственной политики по защите прав и свобод»[362].

Стоит согласиться с Д. Г. Бачуриным в том, что отсутствие термина «правовой механизм» на законодательном уровне «открывает возможности индивидуальных трактовок и отдельного применения в описании той или иной отраслевой проблематике»[363].

---

[358]Там же, С. 175.
[359]Там же, С. 172
[360]Блинов А. Г. Понятие уголовно-правового механизма и его назначение // Современное право. – 2012. – № 11. – С. 98.
[361]Удодова М. А. Категории «механизм», «правовой механизм» и системное изучение юридической действительности //Право и государство : теория и практика. – 2016. – № 6. – С. 22.
[362]Мусаев М. А. Место правового гуманизма в структуре защиты и реализации прав и свобод человека и гражданина // Юридическая наука: история и современность. – 2016. - № 6. – С. 49.
[363]Бачурин Д. Г. Правовой механизм как методологический каркас описания юридического воздействия налогообложения добавленной стоимости // Правовая политика и правовая жизнь. – 2017. – № 3. – С. 45.

Ж. Д. Антонова рассматривает судебную защиту как правовой механизм, «посредством которого государство призвано обеспечивать соблюдение прав и свобод человека и гражданина»[364].

И. А. Кузьмин рассматривает «правовой механизм» в широком и узком смыслах. В первом случае автор понимает, что правовой механизм «будет охватывать любые формы юридической деятельности, связанные с установлением, реализацией и толкованием правовых норм (действием права), в том числе неправовые аспекты данной деятельности, которые характеризуют, прежде всего, организационно-управленческое, методическое и иное (материально-техническое) ее сопровождение»[365]. В узком смысле автор видит правовой механизм как «совокупность всех правовых явлений, которые могут быть использованы для правового воздействия (регулятивного, информационного, воспитательного и др.) на поведение людей и общественные отношения»[366].

Термин «правовой механизм» часто употребим в теории и отраслях права Европейского союза. При этом его определение отсутствует и на уровне актов ЕС, и в доктринальных источниках. Как правило авторы используют термин в описательных целях. А. Я. Капустин, рассуждая о правовых механизмах, говорит о том, что правовые концепции, которые легли в основу первых, были «заимствованы как из внутреннего права государств-членов, так и из международного права»[367]. Автор рассматривает правовые механизмы ЕС как одну из основ действия Учредительных договоров. А. Я. Капустин считает, что действие учредительных актов, принятых в форме традиционного международного договора, будет осуществляется в ЕС на основании международно-правовых норм

[364]Антонова Ж. Д. Правосознание в механизме судебной защиты прав и свобод граждан // Теория и практика общественного развития. – 2015. – №6. – С. 86.
[365]Кузьмин И. А. Доктринальные и праксеологические основы понимания общетеоретической категории «Правовой механизм» // Юридическая наука и практика: Вестник Нижегородской академии МВД России. –2017. – №4 (40). – С. 18.
[366]Там же, С. 19.
[367]Капустин А. Я. Право европейского союза : учебник для вузов / А. Я. Капустин. – М. : Издательство Юрайт, 2017. – С. 25.

и принципов и «собственных правовых механизмов, разработанных в процессе эволюции европейского межгосударственного объединения»[368].

А. Х. Абашидзе и О. М. Мещерякова используют данный термин в контексте отрасли права: правовые механизмы регулирования общей аграрной политики ЕС[369], при этом не раскрывая значения данного термина.

А. Р. Ризаева к юридическим механизмам реализации социальной политики ЕС относит: «взаимодействие социальных партнеров и социальный диалог, включающий в себя коллективные переговоры на европейском уровне, европейские советы по труду; участие работников в управлении компанией; Европейские структурные фонды и инициативные программы Европейского Союза»[370].

М. Н. Копылов[371] и М. А. Лихачев[372] единогласно признают судебные механизмы по разрешению споров в ЕС. С. Ю. Кашкин и П. А. Калиниченко утверждают, что «прецедентное право как бы осуществляет «тонкую настройку» деятельности правовых механизмов на практике»[373].

Термин «правовые механизмы» широко распространен в праве ЕС, однако, зачастую не конкретен в силу различных методологических подходов авторов и отсутствия определения понятия как на уровне правовых актов ЕС, так и в доктринальных источниках. Безусловно, данный термин очень востребован, в связи с чем необходимо его четкое понимание в контексте темы исследования.

Несмотря на различные подходы ученых-юристов к термину «правовые механизмы», их мнение едино в том, что данное понятие носит сложный

---

[368]Там же.

[369]Право Европейского союза в 2 ч. Часть 2 : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе [и др.] ; под ред. А. Х. Абашидзе, А. О. Иншаковой. – 2-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 289.

[370]Ризаева А. Р. Правовые основы социальной политики и регулирования трудовых отношений в Европейском Союзе : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Ризаева Афаг Рамиз кызы. – М., 2008. – С. 20.

[371]Капустин А. Я. Право европейского союза : учебник для вузов / А. Я. Капустин. – М. : Издательство Юрайт, 2017. – С. 282.

[372]Европейское право : учебник и практикум для академического бакалавриата / А. И. Абдуллин [и др.]. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 157.

[373]Кашкин С. Ю. Право Европейского союза : учебник для академического бакалавриата / С. Ю. Кашкин, П. А. Калиниченко, А. О. Четвериков ; под ред. С. Ю. Кашкина. – 4-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 97.

комплексный, а главное – системный характер, и может наполняться различным содержанием в зависимости от отраслевой принадлежности.

В настоящем диссертационном исследовании в рамках противодействия рыночным злоупотреблениям в ЕС под правовым механизмом понимается система взаимосвязанных между собой элементов, направленных на упорядочение отношений в данной сфере и гарантирование защиты прав участников рынка ценных бумаг, которая включает уровень законодательных мер, принимаемых институтами ЕС (Европейский парламент, Совет ЕС, Европейская комиссия), контрольный и правоприменительный уровни, в рамках которых представлены как судебные органы (Суд ЕС, Европейский Суд по правам человека, национальные судебные органы государств-членов ЕС), так и органы специальной компетенции в финансовой области (Европейский орган по ценным бумагам и рынкам, финансовые регулирующие органы государств-членов ЕС).

Поскольку данный комплексный единый правовой механизм включает различные по своей природе и функциональности элементы, целесообразно говорить о едином правовом механизме как о системе правовых механизмов. Некоторые из них будут рассмотрены в настоящей главе.

§ 1. Механизм делегированного законодательства Европейской комиссии

Роль каждого из трех институтов ЕС – Европейский парламент, Совет ЕС, Европейская комиссия – в законодательном процессе досконально изучена в

учебной[374] и научной литературе[375]. Все основополагающие правовые акты ЕС, которые посвящены противодействию злоупотреблениям на рынке ценных бумаг и принимались на каждом из трех этапов развития права ЕС в этой области – это продукт сотрудничества указанных институтов и результат их непосредственной деятельности. Если роль Европейского парламента и Совета ЕС вполне понятна, так как, например, Регламент 596/2014 и Директива 2014/57/ЕС – это конкретные итоги их правотворческой деятельности на современном этапе, а сами они выступили в качестве законодателей, то законодательной функции Европейской комиссии необходимо уделить особое внимание.

Делегированные акты Европейского союза представляют собой юридически обязывающие акты, с помощью которых Европейская комиссия может дополнять или изменять второстепенные элементы законодательных актов ЕС с целью более подробного разъяснения и толкования[376]. Делегированный акт может быть принят Комиссией только в том случае, когда законодательный акт Европейского парламента и/или Совета предусматривает такие полномочия Комиссии и ограничивает их определенным перечнем вопросов[377]. С. Ю. Кашкин, П. А. Калиниченко, А. О. Четвериков отмечают, что «в рамках этих полномочий Комиссия осуществляет чрезвычайно масштабную правотворческую

[374]См. подробнее Европейское право : учебник и практикум для академического бакалавриата / А. И. Абдуллин [и др.]. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – 238 с.; Европейское право. Основы интеграционного права Европейского Союза и Евразийского экономического союза : учебник / рук. авт. кол. и отв. ред. Л. М. Энтин, М. Л. Энтин. — М. : Норма : ИНФРА-М, 2018. – 528 с.; Капустин А. Я. Право европейского союза : учебник для вузов / А. Я. Капустин. – М. : Издательство Юрайт, 2017. – 387 с.; Кашкин С. Ю. Право Европейского союза : учебник для академического бакалавриата / С. Ю. Кашкин, П. А. Калиниченко, А. О. Четвериков ; под ред. С. Ю. Кашкина. – 4-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – 386 с.; Право Европейского союза в 2 ч. Часть 1 : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе [и др.] ; под ред. А. Х. Абашидзе, А. О. Иншаковой. — 2-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – 293 с.

[375]См. подробнее Бугаева А. С. Роль Европейской комиссии в ходе правотворческой и правоприменительной деятельности Европейского союза // Труды Оренбургского института (филиала) МГЮА. – 2011. – № 13. – С. 177-183; Бугаева А. С. Роль Европейского парламента и Совета ЕС в законодательном процессе ЕС // Труды Оренбургского института (филиала) МГЮА. – 2016. – № 30. – С. 10-14.

[376]См. подробнее Бугаева А. С. Эволюция правового статуса Европейской комиссии в организационном механизме Европейского Союза : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Бугаева Анна Сергеевна. – М., 2011. – 26 с.; Craig P. Delegated Acts, Implementing Acts and the New Comitology Regulation // European Law Revie. – 2011. – Vol. 36. – No 5. – P. 671-688.

[377]См. подробнее Bergström C. F., Ritleng D. Rulemaking by the European Commission: The New System for Delegation of Powers / Carl Fredrik Bergström and Dominique Ritleng. – Oxford University Press, 2016. – 315 p.

деятельность»[378]. Делегированный акт в соответствии со ст. 290 ДФЕС является подзаконным актом общего действия (актом вторичного права), может быть принят в форме регламента, директивы или решения и вступает в силу только в случае отсутствия возражений со стороны Парламента и Совета[379]. Стоит согласиться с мнением Н. А. Стельниковой в том, что «делегированные акты – это подзаконные акты, направленные на исполнение законодательного акта»[380]. Некоторые авторы, в частности С. Ю. Кашкин и П. А. Калиниченко называют их также «незаконодательные акты»[381].

В соответствии со ст. 291 ДФЕС при необходимости единообразных условий внедрения юридически обязывающих норм актов ЕС в национальное законодательство государств-членов ЕС, такие акты могут наделять Европейскую комиссию полномочиями по принятию имплементирующих мер. Имплементирующими актами признаются юридически обязательные акты, принятые не в законодательном порядке, которые позволяют Европейской комиссии под контролем комитетов, состоящих из представителей государств-членов ЕС, устанавливать условия единообразного применения норм права ЕС. Основное отличие имплементирующих актов от делегированных состоит в цели их принятия: первые имеют целью обеспечить единообразное понимание норм права ЕС во всех государствах-членах ЕС, вторые – внести изменения или дополнить уже принятые акты ЕС. В доктрине существует мнение, что «иерархия между делегированными и имплементационными актами не установлена»[382].

Особое значение имеет то, что Европейская комиссия проводит соответствующие консультации в ходе подготовительной работы, в том числе на

---

[378]Кашкин С. Ю. Право Европейского союза : учебник для академического бакалавриата / С. Ю. Кашкин, П. А. Калиниченко, А. О. Четвериков ; под ред. С. Ю. Кашкина. – 4-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 260.

[379]Treaty on the Functioning of the European Union (Consolidated version 2007), Art. 290 // Official Journal of European Union. – 2007. – No C 326. – P. 47-390.

[380]Стельникова Н. А. Делегированное законодательство в системе европейского права: теоретико-правовые вопросы : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.01 / Стельникова Наталия Алексеевна. – М., 2016. – С. 132-133.

[381]Кашкин С. Ю. Право Европейского союза : учебник для академического бакалавриата / С. Ю. Кашкин, П. А. Калиниченко, А. О. Четвериков ; под ред. С. Ю. Кашкина. – 4-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – С. 93.

[382]Там же, С. 104.

уровне экспертов[383]. ЕК при подготовке и составлении делегированных и имплементирующих актов должна обеспечивать своевременную и надлежащую передачу соответствующих документов в адрес Европейского парламента и Совета[384].

В рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС важную роль играет Европейская комиссия[385], которая приняла достаточно большое количество делегированных и имплементирующих актов в данной сфере.

Ст. 35 Регламента 596/2014 содержит положение о делегировании полномочий Европейской комиссии по принятию актов по некоторым отдельным вопросам, содержащимся в тексте Регламента.

Так, вопросы, правовое закрепление которых было передано в полномочия Комиссии, касались:

- установления условий освобождения от обязанности публичного раскрытия инсайдерской информации;

- нераспространения действия Регламента на деятельность по управлению государственным долгом и денежно-кредитной политики, а также политики по оздоровлению климата;

- изъятия из-под действия Регламента некоторых государственных органов и центральных банков третьих стран;

- определения признаков манипулятивного поведения с тем чтобы прояснить его элементы и принять во внимание технические изменения на финансовых рынках;

- установления обстоятельств, при которых допускается осуществление торгов в закрытый период;

---

[383] Европейское право. Основы интеграционного права Европейского Союза и Евразийского экономического союза : учебник / рук. авт. кол. и отв. ред. Л. М. Энтин, М. Л. Энтин. — М. : Норма : ИНФРА-М, 2018. – С. 151-153.

[384]См. подробнее Gijs Jan B., Jens B.-H. Controlling delegated powers in the post-Lisbon European Union // Journal of European Public Policy. – 2016. – Vol. 23. – No 4. – P. 531-549.

[385]См. подробнее Право и институты Европейского Союза. Современный этап эволюции: Учебное пособие / Энтин Л.М., - 2-е изд., перераб. - М. : Юр.Норма, НИЦ ИНФРА-М, 2016. – 288 с.

- конкретизации типов сделок, совершаемых менеджментом компании или аффилированных с менеджерами лицами, уведомление о которых необходимо подавать и др.

Одним из первых был разработан Делегированный регламент Европейской комиссии 2016/522 от 17 декабря 2015 г., дополняющий Регламент ЕС 596/2014 Европейского Парламента и Совета об исключении в отношении некоторых государственных органов и центральных банков третьих стран, признаках манипулирования на рынке ценных бумаг, порогах раскрытия, уполномоченных органах для уведомления об отсрочке в раскрытии, разрешении на осуществление торгов в закрытый период и видах сделок менеджеров, подлежащих уведомлению[386].

Из названия Регламента следует, что он посвящен широкому перечню вопросов и является самым объемным из всех регламентов, принятых Европейской комиссией в дополнение Регламента 596/2014.

Делегированный регламент 2016/522 устанавливает, что действия норм права ЕС в области борьбы со злоупотреблениями на рынке ценных бумаг не распространяются на сделки, заявки, операции государственных органов и центральных банков третьих стран в соответствии с их политикой управления денежными средствами, обменными курсами или государственным долгом в той мере, в какой они осуществляются в публичных интересах. Список третьих стран закрытый: Австралия, Бразилия, Канада, Китай, Гонконг, Индия, Япония, Мексика, Сингапур, Южная Корея, Турция, США, Швейцария.

Европейская комиссия проделала колоссальную работу по установлению показателей манипулятивного поведения на рынке ценных бумаг, связанного с ложными или вводящими в заблуждение действиями, а также фиктивными

[386]Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 88. – P. 1-18.

схемами или иной формой обмана и махинаций[387]. Делегированный регламент содержит систематизированный перечень известных практик, которые носят манипулятивный характер: необычная концентрация сделок или заявок на осуществление торгов; сделки без каких-либо очевидных причин; сделки, которые могут иметь временный эффект для увеличения или уменьшения цены на ценные бумаги / средневзвешенной цены торгов; повторение сделок между одними и теми же лицами; распространение ложной или вводящей в заблуждение информации о рынке через средства массовой информации, включая Интернет; открытие позиции и ее незамедлительное закрытие сразу после публичного раскрытия; искусственное повышение цен на акции с целью их продажи по более высокой цене; сокрытие информации о реальном собственнике ценных бумаг и др.

Еще один важный вопрос, раскрытый в Делегированном регламенте 2016/522, - минимальные пороги двуокиси углерода и номинальной тепловой мощности для целей применения исключения из обязательного публичного раскрытия инсайдерской информации. Участник рынка не обязан раскрывать инсайдерскую информацию, если он, имея квоту на выбросы в рамках деятельности по военному обеспечению или авиационной деятельности, осуществлял выбросы, не превышающие минимальное пороговое значение в 6 миллионов тонн эквивалента диоксида углерода (CO2) в год; а если участник рынка осуществляет деятельность по сжиганию, то номинальная порог тепловой мощности должен составлять 2 430 МВт.

Делегированный регламент 2016/522 устанавливает, что компетентным органом, в который должны поступать уведомления об отсрочке раскрытия инсайдерской информации, является тот же орган государства-члена ЕС, в котором был зарегистрирован эмитент ценных бумаг. В случае если компания-эмитент была зарегистрирована в третьем государстве, то об отсрочке должно быть сообщено в

[387]Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions (Text with EEA relevance), Annex II // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 88. – P. 1-18.

орган государства-члена ЕС, где осуществляются торги с ценными бумагами эмитента или где эмитент осуществил запрос на осуществление таких торгов.

Лицо, осуществляющее управленческие функции в компании-эмитенте, имеет право на осуществление сделок в закрытый период на индивидуальной основе в связи с исключительными обстоятельствами (финансовые трудности, которые требуют немедленной продажи ценных бумаг) и должен доказать, что конкретная сделка не может быть осуществлена в иной период. Принимая решение о согласовании такой сделки в закрытый период, компания-эмитент обязана провести индивидуальную оценку каждого отдельного письменного запроса от лица, осуществляющего менеджерские функции в компании. Эмитент вправе разрешить немедленную продажу акций только в случае, если посчитает обстоятельства действительно исключительными. Таким образом, ответственность за согласование сделок в закрытый период возлагается на компанию-эмитента ценных бумаг.

Заключительные положения, рассмотренные в Делегированном регламенте 2016/522, касаются уведомления со стороны лиц, осуществляющих управленческие функции в компании-эмитенте, а также лиц, аффилированных с первыми, о сделках с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами. Такие уведомления должны быть поданы в компанию-эмитент и в уполномоченный национальный орган.

В продолжение Делегированного регламента 2016/522 был принят Имплементирующий регламент Европейской комиссии 2016/523 от 10 марта 2016 г., устанавливающий технические стандарты в отношении формата и шаблона уведомления и публичного раскрытия сделок с участием менеджеров компании[388]. Регламент 2016/523 содержит форму уведомления с основными условиями сделки лица, осуществляющего управленческие функции в компании-эмитенте, а также лиц, аффилированных с ним. Такие уведомления должны быть поданы через

[388]Commission Implementing Regulation (EU) 2016/523 of 10 March 2016 laying down implementing technical standards with regard to the format and template for notification and public disclosure of managers' transactions in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 88. – P. 19-22.

электронные ресурсы на официальном сайте уполномоченного национального органа.

В 2016 г. был принят Имплементирующий регламент Европейской комиссии 2016/1055 от 29 июня 2016 г., устанавливающий технические стандарты в отношении технических способов надлежащего публичного раскрытия инсайдерской информации и отсрочке такого раскрытия в соответствии с Регламентом 596/2014 Европейского Парламента и Совета[389]. Согласно этому правовому акту публичным раскрытием является раскрытие информации широкой общественности на равных для всех условиях и бесплатной основе на территории всего ЕС. Предполагается раскрытие инсайдерской информации на официальном сайте компании-эмитента.

Имплементирующий регламент 2016/1055 разделяет уведомление об уже имевшей место отсрочке раскрытия инсайдерской информации и о планируемой отсрочке раскрытия инсайдерской информации. Технические требования к содержанию уведомления одинаковые, они включают: название компании-эмитента, причины отсрочки, обоснование ее необходимости, сроки отсрочки. Форма подачи уведомления – электронная. В обоих случаях уполномоченный орган вправе запросить уточняющую информацию. В случае планируемой отсрочки раскрытия уполномоченный орган может ответить отказом в согласовании. В таком случае компания-эмитент не вправе воспользоваться правом отсрочки.

В 2016 г. был принят Делегированный регламент Европейской комиссии 2016/908 от 26 февраля 2016 г., дополняющий Регламент 596/2014 Европейского Парламента и Совета, устанавливающий нормативные технические стандарты в отношении критериев, процедуры и требований к установлению принятой рыночной практики, а также требований по ее сохранению, прекращению или

[389]Commission Implementing Regulation (EU) 2016/1055 of 29 June 2016 laying down implementing technical standards with regard to the technical means for appropriate public disclosure of inside information and for delaying the public disclosure of inside information in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 173. – P. 47-51.

изменению ее условий[390]. Данный регламент служит руководством для уполномоченных национальных органов государств-членов ЕС при необходимости закрепления принятой рыночной практики. Процесс закрепления принятой рыночной практики должен быть полностью транспарентным. Предварительно должны быть публично раскрыты личности бенефициаров и лиц, участвующих в данной практике, ее суть, используемые финансовые инструменты, период реализации, сумма инвестирования и др. При решении о закреплении принятой рыночной практики уполномоченные органы должны руководствоваться тем, что она должна отвечать цели интеграции финансовых рынков и защиты прав инвесторов. После установления принятой рыночной практики ее суть должна быть раскрыта на официальном сайте уполномоченного органа. Когда принятая рыночная практика перестает осуществляться, она должна быть официально отменена. На протяжении ее действия уполномоченный орган осуществляет контроль и надзор за правомерностью ее использования и исполнения.

Регламент 2016/908 предусматривает процедуру утверждения принятой рыночной практики: уполномоченный национальный орган направляет уведомление о намерении установить принятую рыночную практику в Европейский орган по ценным бумагам и рынкам (далее – «ЕОЦБР»), который обязан предоставить заключение.

В то же время был принят Делегированный регламент Европейской комиссии 2016/957 от 9 марта 2016 г., дополняющий Регламент 596/2014 Европейского Парламента и Совета, в отношении нормативных технических стандартов надлежащих механизмов, систем и процедур, а также шаблонов уведомлений для предотвращения, обнаружения и сообщения о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг или подозрительных заявках или транзакциях[391]. Регламент 2016/957

[390]Commission Delegated Regulation (EU) 2016/908 of 26 February 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council laying down regulatory technical standards on the criteria, the procedure and the requirements for establishing an accepted market practice and the requirements for maintaining it, terminating it or modifying the conditions for its acceptance (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 153. – P. 3–12.

[391]Commission Delegated Regulation (EU) 2016/957 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the appropriate arrangements, systems and procedures as well as notification templates to be used for preventing, detecting and reporting abusive practices

устанавливает процедуру и шаблоны уведомлений, которые должны быть использованы для предотвращения, обнаружения и сообщения о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг или подозрительных размещениях заявок и сделках. Подозрительной по смыслу Регламента является в том числе отмена или корректировка размещения заявки или сделки. Обязательство по незамедлительному уведомлению уполномоченного национального органа распространяется на лиц, участвующих в торгах, и на лиц, планирующих или осуществляющих сделки в рамках своей профессиональной деятельности, инвестиционные компании, организаторов торгов. Регламент вводит гармонизированные единые для всего Европейского союза стандарты по содержанию таких уведомлений. Типовая форма уведомления содержит информацию о заявителе, сделке, описание природы подозрений, лицах, участвующих в сделке, иную дополнительную информацию и может содержать приложения.

По схожей теме несколькими месяцами ранее в 2015 г. Европейская комиссия приняла Имплементирующую директиву 2015/2392 от 17 декабря 2015 г. в отношении Регламента 596/2014 Европейского парламента и Совета об уведомлении уполномоченных органов о потенциальных или фактических нарушениях[392].

Согласно Директиве 2015/2392, государства-члены ЕС должны обеспечить штат сотрудников в уполномоченном национальном органе, ведение его сайта с актуальной информацией о поступивших уведомлениях о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг. Сообщения о правонарушениях могут быть анонимными. Уполномоченный орган обязан сохранять режим конфиденциальности в отношении таких сообщений. Государства-члены ЕС должны обеспечить, чтобы компетентные органы устанавливали независимые и автономные каналы связи,

---

or suspicious orders or transactions (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 160. – P. 1-14.

[392]Commission Implementing Directive (EU) 2015/2392 of 17 December 2015 on Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards reporting to competent authorities of actual or potential infringements of that Regulation (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2015. – No L 332. – P. 126-132.

которые были бы безопасными и обеспечивали конфиденциальность. Все полученные сообщения должны храниться уполномоченным органом. Государства-члены ЕС должны обеспечить защиту физическим лицам-уведомителям, защиту персональных данных, лиц, работающих по трудовому договору.

Следует обратить особое внимание на форму акта. Среди всех вопросов только система уведомления компетентных органов о потенциальных или фактических правонарушениях урегулирована в акте в форме директивы. Данный факт свидетельствует, что Европейская комиссия понимает важность процедурных аспектов, которые должны быть более подробно и эффективно разработаны в рамках каждой отдельной юрисдикции.

В 2016 г. был принят Делегированный регламент Европейской комиссии 2016/909 от 1 марта 2016 г., дополняющий Регламент 596/2014 Европейского парламента и Совета в отношении нормативно-технических стандартов содержания уведомлений, которые должны быть представлены в адрес компетентных органов, а также сбора, публикации и ведения списка таких уведомлений[393]. Операторы рынка обязаны незамедлительно уведомить компетентный орган о любом финансовом инструменте, в отношении которого поступал запрос о допуске к размещению, или который впервые торгуется на рынке. Делегированный регламент 2016/909 предусматривает введение автоматизированной системы уведомления о ценных бумагах и мониторинга таких уведомлений со стороны национальных уполномоченных органов, которые в свою очередь подают в автоматическом режиме такие уведомления в Европейский орган по ценным бумагам и рынкам. ЕОЦБР обязан разместить перечень уведомлений на своем официальном сайте.

В продолжение Делегированного регламента 2016/909 Европейская комиссия приняла Имплементирующий регламент 2016/378 от 11 марта 2016 г.,

[393] Commission Delegated Regulation (EU) 2016/909 of 1 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the content of notifications to be submitted to competent authorities and the compilation, publication and maintenance of the list of notifications (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 153. – P. 13-22.

устанавливающий технические стандарты в отношении сроков, формата и шаблона представления уведомлений в адрес компетентных органов в соответствии с Регламентом 596/2014 Европейского парламента и Совета[394]. Финансовая площадка, на которой осуществляются торги, обязана в автоматизированном режиме ежедневно не позднее 21.00 (среднеевропейское время) направлять в уполномоченный орган информацию о ценных бумагах, которые впервые были допущены к торгам или в отношении которых поступил запрос на допуск к торгам в этот день до 18.00 (среднеевропейское время). В случае прекращения торгов определенными ценными бумагами финансовая площадка обязана уведомить об этом уполномоченный орган в те же сроки. Национальный уполномоченный орган обязан передавать все полученные уведомления в автоматизированном режиме в адрес ЕОЦБР не позднее 23.59 текущего дня (среднеевропейское время).

Заслугой Европейской комиссии является принятие Делегированного регламента 2016/960 от 17 мая 2016 г., дополняющего Регламент 596/2014 Европейского парламента и Совета в отношении нормативно-технических стандартов для надлежащих схем, процедур и систем раскрытия участников зондирования рынка[395]. Правовое урегулирование данного вопроса особо важно, поскольку оно касается исключения из правонарушения, чем могут злоупотреблять недобросовестные участники рынка. Зондирование рынка подразумевает изучение спроса на конкретные ценные бумаги путем раскрытия информации потенциальным инвесторам несколькими способами: устно, на личных встречах, в ходе аудио- или видеозвонка, в письменной форме по почте, факсу или электронной связи. При этом раскрывающее лицо обязано организовать запись телефонного разговора с согласия потенциального инвестора.

---

[394]Commission Implementing Regulation (EU) 2016/378 of 11 March 2016 laying down implementing technical standards with regard to the timing, format and template of the submission of notifications to competent authorities according to Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 72. – P. 1-12.

[395]Commission Delegated Regulation (EU) 2016/960 of 17 May 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the appropriate arrangements, systems and procedures for disclosing market participants conducting market soundings (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 160. – P. 29-33.

Перед раскрытием информации раскрывающее лицо должно подготовить стандартный пакет информации, которая подлежит раскрытию в рамках зондирования рынка. При сообщении информации нескольким потенциальным инвесторам пакет информации должен быть идентичным. В связи с тем, что предполагается раскрытие инсайдерской информации, ее сообщение должно проходить при определенных условиях: ряд оговорок (о зондировании рынка, записи разговора, о том, что получающее информацию лицо является потенциальным инвестором и обязуется сохранять инсайдерский характер такой информации (не раскрывать ее более)), озвучивание условий, при который информация может перестать быть инсайдерской, обязательное согласие со стороны потенциального инвестора на получение инсайдерской информации. Делегированный регламент 2016/980 предусматривает, что в рамках зондирования рынка может раскрываться информация, не являющаяся инсайдерской. В таком случае соответствующая оговорка должна быть сделана до раскрытия.

Лицо, раскрывающее информацию, обязано вести список раскрытий в рамках зондирования рынка, который должен содержать сведения о потенциальном инвесторе, содержание раскрытой информации, дату и время раскрытия. В случае, если инсайдерская информация, ранее раскрытая при зондировании рынка, перестала быть таковой, раскрывающая сторона обязана уведомить об этом получающую сторону. На раскрывающих лиц возлагаются обязанности по учету и хранению информации о зондировании рынка.

Одновременно с принятием Делегированного регламента 2016/960 был принят Имплементирующий регламент Европейской комиссии 2016/959 от 17 мая 2016 г., устанавливающий технические стандарты при зондировании рынка в отношении систем и шаблонов уведомлений, которые будут использоваться при раскрытии информации об участниках рынка ценных бумаг, и формата записей в соответствии с Регламентом 596/2014 Европейского парламента и Совета[396]. Он

[396]Commission Implementing Regulation (EU) 2016/959 of 17 May 2016 laying down implementing technical standards for market soundings with regard to the systems and notification templates to be used by disclosing market participants and the format of the records in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 160. – P. 23-28.

предусматривает, что все записи о зондировании рынка должны храниться в электронном формате, а информация по каждому отдельному эпизоду зондирования рынка должна храниться отдельно.

В 2016 г. Европейской комиссией был принят Делегированный регламент 2016/1052 от 8 марта 2016 г., дополняющий Регламент 596/2014 Европейского парламента и Совета в отношении нормативных технических стандартов для условий реализации программ по обратному выкупу и мер стабилизации[397]. Чтобы воспользоваться преимуществами программы обратного выкупа, предусмотренного Регламентом 596/2014, необходимо, чтобы эмитент перед вступлением в программу осуществил публичное раскрытие цели программы, максимальный размер денежных средств, выделенных на программу, максимальное количество приобретаемых акций, продолжительность программы. Обязательным условием программы обратного выкупа является то, что акции должны выкупаться на торгах, где они обычно размещены. Эмитенты не вправе при осуществлении сделок по программе покупать в один торговый день более 25% среднесуточного объема ценных бумаг торговой площадки. При этом во время программы обратного выкупа на эмитента возлагается запрет на продажу собственных акций, торговлю в закрытый период, участие в торгах при принятии решения об отсрочке в раскрытии инсайдерской информации.

Вторая часть Делегированного регламента 2016/1052 посвящена мерам стабилизации. Периодом стабилизации по смыслу права ЕС в случае публичного объявления о первичном размещении ценных бумаг считается период, начинающийся в дату начала торгов и заканчивающийся не позднее 30 дней после, а в случае вторичного размещения – 30-дневный период с даты публичного раскрытия окончательной цены акций.

До начала стабилизационного периода эмитент обязан раскрыть публично факт принятия стабилизационных мер и их срок, цель таких мер в поддержании

[397]Commission Delegated Regulation (EU) 2016/1052 of 8 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the conditions applicable to buy-back programmes and stabilisation measures (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 173. – P. 34-41.

рыночной цены на акции, название торговой площадки и др. В течение 7 дней после стабилизационного периода эмитент обязан раскрыть дату начала и окончания периода, информацию о принятых мерах, осуществленных сделках и их условиях, средней поддерживаемой цене акций и др. Европейский законодатель строго ограничивает возможность продажи ценных бумаг в рамках стабилизационных мер по цене выше размещения.

Делегированный регламент Европейской комиссии 2016/958, дополняющий Регламент 596/2014 Европейского парламента и Совета в отношении нормативных технических стандартов для технических механизмов объективного представления инвестиционных рекомендаций или иной информации, касающейся инвестиционной стратегии и раскрытия особых интересов или конфликта интересов, был принят 9 марта 2016 г.[398] В первой части Делегированного регламента 2016/958 установлены параметры предоставления инвестиционных рекомендаций. Так, лицо, представляющее инвестиционную стратегию, обязано уведомить своего заказчика о данных физических лиц, участвующих в разработке стратегии, названии юридического лица, которое они представляют. Рекомендации должны быть основаны на фактологическом анализе данных, а не на внутреннем восприятии отдельных лиц, содержать указание надежного источника информации, дату и время принятия рекомендации. Если инвестиционные консультанты имеют конфликт интересов, это в обязательном порядке должно быть отражено в рекомендации.

По запросу уполномоченных органов инвестиционные адвайзеры обязаны раскрыть содержание представленных рекомендаций.

Весной 2016 г. был принят Имплементирующий регламент Европейской комиссии 2016/347 от 10 марта 2016 г., устанавливающий технические стандарты в отношении точного формата список инсайдеров обновления списка инсайдеров в

[398]Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the technical arrangements for objective presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy and for disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 160. – P. 15-22.

соответствии с Регламентом 596/2014 Европейского парламента и Совета[399]. Особое внимание в Регламенте уделяется содержанию списка инсайдеров: инсайдерская информация, относящаяся к разным событиям / действиям, должна содержаться в раздельных секциях списка. Также необходимо разделять временных инсайдеров – лиц, которые имеет доступ к конкретной инсайдерской информации, и постоянных инсайдеров – лиц, которые имеют доступ ко всей инсайдерской информации. Список инсайдеров должен храниться в электронном формате, который подлежит утверждению со стороны национального уполномоченного органа.

В 2017 г. Европейская комиссия приняла Имплементирующий регламент 2017/1158 от 29 июня 2017 г., устанавливающий технические стандарты процедуры и формы обмена информацией между национальными органами государств-членов ЕС и Европейским органом по ценным бумагам и рынкам в соответствии с Регламентом 596/2014 Европейского парламента и Совета[400]. Каждый уполномоченный национальный орган обязан выбрать один контакт, через который будет передавать информацию в ЕОЦБР, уведомить об этом ЕОЦБР. Европейский орган по ценным бумагам и рынкам обязан опубликовать на своем официальном сайте список контактов уполномоченных органов государств-членов ЕС[401]. Данный список дублируется на официальном сайте Европейской комиссии[402]. Ежегодно национальные органы обязаны представлять в электронной форме обобщенный отчет в адрес ЕОЦБР с помощью электронных средств связи. Данный отчет должен быть представлен не позднее 31 марта года, следующего за

---

[399]Commission Implementing Regulation (EU) 2016/347 of 10 March 2016 laying down implementing technical standards with regard to the precise format of insider lists and for updating insider lists in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 65. – P. 49-55.

[400]Commission Implementing Regulation (EU) 2017/1158 of 29 June 2017 laying down implementing technical standards with regards to the procedures and forms for competent authorities exchanging information with the European Securities Market Authority as referred to in Article 33 of Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2017. – No L 167. – P. 22-30

[401]Overview of national competent authorities by legislative act. ESMA // URL: https://www.esma.europa.eu/document/overview-national-competent-authorities-legislative-act (дата обращения: 01.03.2018).

[402]List of the national competent authorities designated by the EU member states under article 22 of Regulation (EU) no. 596/2014 on Market Abuse // URL: https://ec.europa.eu/info/system/files/mar-2014-596-art-22-list_en.pdf (дата обращения: 01.03.2018).

отчетным календарным годом, и содержать информацию о всех проведенных расследованиях и санкциях, проведенных и принятых в рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг за отчетный период. В случае если национальные органы допустили ошибки в отчете или предоставили неполные сведения, они вправе направить уведомление в ЕОЦБР и заменить ранее представленный отчет на новый.

В 2018 г. был принят Имплементирующий регламент Европейской комиссии 2018/292 от 26 февраля 2018 г., устанавливающий технические стандарты процедуры и формы обмена информацией и помощью между национальными органами государств-членов ЕС в соответствии с Регламентом 596/2014 Европейского парламента и Совета[403]. В пакете делегированных и имплементирующих актов данный документ был принят последним.

Компетентные органы вправе обратиться в национальные органы других государств-членов ЕС с письменным запросом о содействии, направленным по почте или в электронной форме. В экстренных случаях запрос может быть осуществлен в устной форме. Он должен быть хорошо структурирован, содержать идентификационную информацию, цель. В течение 10 рабочих дней отвечающий национальный орган обязан известить запрашивающую сторону о факте получения запроса. В качестве ответа на запрос национальный орган может запросить дополнительную информацию, оказать содействие в рамках своих полномочий и предоставить всю необходимую информацию, совершить процессуальные действия при необходимости или отказать в содействии, представив мотивированное решение.

Если национальные органы посчитают необходимым оповестить органы иных государств о каких-либо событиях или действиях, Регламент 2018/292 предусматривает процедуру незапрашиваемого обмена информации. Органы и

[403]Commission Implementing Regulation (EU) 2018/292 of 26 February 2018 laying down implementing technical standards with regard to procedures and forms for exchange of information and assistance between competent authorities according to Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council on market abuse (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2018. – No L 55. – P. 34-49.

лица, участвующие в обмене информации, обязаны сохранить конфиденциальность и обеспечить использование такой информации строго с установленной целью.

Всего в рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг Европейской комиссией было принято 15 актов: 7 делегированных регламентов, 7 имплементирующих регламентов и одна имплементирующая директива. Европейская комиссия, имея правотворческую компетенцию, за короткий срок разработала детализированные стандарты в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. На настоящий момент Европейская комиссия реализовала все полномочия, возложенные на нее Регламентом 596/2014 о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг. Делегированные и имплементирующие акты в силу своего содержания и особенностей принятия не в рамках законодательного процесса являются эффективным механизмом противодействия рыночным злоупотреблениям. С их помощью европейский законодатель дополняет, толкует и трактует положения Регламента 596/2014. Механизм подзаконных актов работает на основе принципа сдержек и противовесов, когда Европейская комиссия наделена полномочия по совершенствованию европейского законодательства. Значимость делегированных и имплементирующих актов Европейской комиссии заключается в том, что они содержат детализированные правила для всех субъектов отношений, складывающихся в процессе противодействия рыночным злоупотреблениям: государств-членов ЕС, финансовых площадок, участников рынка ценных бумаг, эмитентов, третьих лиц и даже третьих стран. Европейская комиссия, осуществляя нормотворческую деятельность, как бы закрывает существующие пробелы в правовом регулировании. Вряд ли с принятием такого объема актов Европейской комиссии остались неурегулированными какие-либо вопросы в рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС.

§ 2. Контрольный и правоприменительный механизм Европейского органа по ценным бумагам и рынкам[404]

Ключевым органом, участвующим в реализации правовых механизмов противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, является Европейский орган по ценным бумагам и рынкам. ЕОЦБР является независимым органом ЕС[405].

Предпосылками создания ЕОЦБР были рекомендации, содержащиеся в Докладе Ларозьера 2009 г.[406], которые призывали к созданию европейской системы финансового надзора, куда позже также вошли Европейский орган банковского надзора[407] и Европейский орган по надзору в области страхования и негосударственного пенсионного обеспечения[408].

С 1 января 2011 г. ЕОЦБР начал свою деятельность в соответствии с Регламентом Европейского парламента и Совета 1095/2010 от 24 ноября 2010 г. об учреждении Европейского органа по ценным бумагам и рынкам, вносящим изменения в Решение 716/2009/ЕС и Решение Комиссии 2009/77/ЕС[409].

Данный орган заменил Комитет европейских регуляторов ценных бумаг, состоящий из органов ЕС, которые осуществляли надзорные функции в ЕС и предоставляли консультации Европейской комиссии.

В структуру ЕОЦБР входит Наблюдательный совет, который принимает все политические решения и несет ответственность за одобрение работы ЕОЦБР, и

---

[404]Выводы, изложенные в данном параграфе диссертации, были опубликованы в статье автора диссертационного исследования: Михаленко Ю. В. Роль Европейского органа по ценным бумагам и рынкам в реализации правового механизма противодействия рыночным злоупотреблениям в ЕС // Финансовое право. – 2019. – № 3 (в печати).

[405]См. подробнее Howell E. The evolution of ESMA and direct supervision: Are there implications for EU supervisory governance? // Common Market Law Review. – 2017. – Vol. 54. – No 4. – P. 1027–1057; Fischer-Appelt D. The European Securities and Markets Authority: the beginnings of a powerful European securities authority? // Law and Financial Markets Review. – 2011. – Vol. 5. – No 1. – P. 21-32.

[406]Report of the High-level group on financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosiere 25 February 2009 // URL: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

[407]European Banking Authority. Официальный сайт // URL: http://www.eba.europa.eu/.

[408]European Insurance and Occupational Pensions Authority. Официальный сайт // URL: https://eiopa.europa.eu/.

[409]Regulation 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 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC // Official Journal of European Union. – 2010. – No L 331. – P. 84–119.

Правление, обеспечивающее корректное выполнение ЕОЦБР своих обязанностей[410]. В Наблюдательном совете состоят главы 28 национальных уполномоченных органов, отвечающих за рынки ценных бумаг, члены без права голоса в лице представителей Европейской комиссии, Европейского органа банковского надзора, Европейского органа по надзору в области страхования и негосударственного пенсионного обеспечения, Европейского совета по системным рискам[411], а также наблюдатели из Исландии, Лихтенштейна, Норвегии. В состав Правления входят Глава ЕОЦБР, представители национальных надзорных органов и делегаты Европейской комиссии.

Основной миссией ЕОЦБР является способствование сохранению стабильности финансовой системы Европейского союза за счет усиления защиты прав и интересов инвесторов и содействия формированию стабильного и упорядоченного финансового рынка[412].

Деятельность ЕОЦБР преследует три важнейшие цели:

- защита инвесторов, а именно, обеспечение лучшего обслуживания нужд участников финансового рынка, усиление защиты их прав как инвесторов, установление их обязанностей;

- упорядочивание рынков, а именно, обеспечение целостности, прозрачности, эффективности и надлежащего функционирования финансовых рынков и надежной рыночной инфраструктуры;

- обеспечение финансовой стабильности, а именно, укрепление финансовой системы таким образом, чтобы она могла противостоять рыночным вызовам, балансировать финансовые диспропорции и стимулировать экономический рост[413].

---

[410]См. подробнее Moloney N. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-making // European Business Organization Law Review. – 2011. – Vol. 12. – No 1. – P. 41-86; Moloney N. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (2) Rules in Action // European Business Organization Law Review. – 2011. – Vol. 12. – No 2. – P. 177-225.

[411]European Systemic Risk Board. Официальный сайт // URL: http://www.esrb.europa.eu/.

[412]См. подробнее ESMA Strategic Orientation 2016-2020 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-935_esma_strategic_orientation_2016-2020.pdf (дата обращения: 11.04.2018).

[413]Structure of the European Securities and Markets Authority. ESMA // Режим доступа: https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_en#structure (дата обращения: 11.04.2018).

Функции ЕОЦБР можно разделить на четыре группы[414]:

- оценка рисков для инвесторов, рынков и финансовой стабильности путем предоставления информации инвесторам через публичные реестры и базы данных и путем выдачи предупреждений инвесторам;

- разработка технических стандартов и предоставление консультаций для институтов ЕС по разработке новых правовых актов;

- стандартизация надзорных практик путем обмена передовым опытом и повышения эффективности национальных уполномоченных органов и финансовой индустрии в целом;

- непосредственный контроль над конкретными финансовыми органами – кредитными рейтинговыми агентствами[415] и торговыми репозитариями[416].

Все виды деятельности ЕОЦБР тесно взаимосвязаны. Результаты оценки рисков ложатся в основу работы над единой инструкцией, сближением надзорных практик и непосредственным контролем.

В случае кризисных ситуаций ЕОЦБР несет ответственность за координацию действий, предпринимаемых надзорными органами по ценным бумагам, и принимает чрезвычайные меры.

Содействуя конвергенции в сфере надзора между регуляторами рынков ценных бумаг, ЕОЦБР сотрудничает с иными европейскими органами – Европейским органом банковского надзора и Европейским органом по надзору в области страхования и негосударственного пенсионного обеспечения[417].

Несмотря на то, что ЕОЦБР является независимым органом, он подотчетен Европейскому парламенту и по требованию о формальных слушаниях отчитывается перед Комитетом по вопросам экономики и денежной политики

---

[414]How does ESMA work? // Режим доступа: https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_en#how_does_esma_work? (дата обращения: 11.04.2018).

[415]См. подробнее ESMA is the single direct supervisor of Credit Rating Agencies (CRAs) within the EU // Режим доступа: https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/supervision (дата обращения: 11.04.2018).

[416]См. подробнее Trade repositories // Режим доступа: https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories (дата обращения: 11.04.2018).

[417]См. подробнее Busch D., Van Rijn Mirik B. J. Towards Single Supervision and Resolution of Systemically Important Non-Bank Financial Institutions in the European Union // European Business Organization Law Review. – 2018. – Vol. 19. – No 2, P. 301–363.

Европейского парламента. Кроме того, ЕОЦБР несет ответственность перед Советом ЕС и Европейской комиссией. Таким образом, ЕОЦБР должен регулярно сообщать о своей деятельности на совещаниях и в годовых отчетах.

В рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг ЕОЦБР играет существенную роль. ЕОЦБР принимает участие в нормотворческой работе Европейской комиссии путем предоставления технических консультаций и подготовки проектов делегированных и имплементирующих технических стандартов. Он публикует руководящие принципы и рекомендации для обеспечения последовательного и эффективного применения правил ЕС.

Европейский орган по ценным бумагам и рынкам, косвенно участвуя в нормотворческом процессе, самостоятельно реализует механизм уточнения норм права ЕС в области противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком. Он готовит и публикует документы, которые не носят императивного характера, но имеют важное значение: справки, заявления, мнения, документы в запросно-ответном режиме, консультационные статьи, методические и технические консультации; технические стандарты, руководства и рекомендации, отчеты[418].

Наиболее важной нам представляется практика Европейского органа по ценным бумагам и рынкам по подготовке рекомендаций и стандартов, а также проведения публичных консультаций в целях изучения мнения общественности по конкретным вопросам. Такие мероприятия всегда предшествуют наиболее значимым документам ЕОЦБР.

Регламент 596/2014 от 16 апреля 2014 г. о рыночных злоупотреблениях и отменяющий Директиву 2003/6/ЕС, Директиву 2003/124/ЕС, Директиву 2003/125/ЕС и Директиву 2004/72/ЕС[419] уполномочивает ЕОЦБР разрабатывать

[418]См. подробнее ESMA Library // Режим доступа: https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library?f[0]=im_esma_sections%3A22 (дата обращения: 11.04.2018).

[419]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

проекты нормативных технических стандартов и имплементирующих технических стандартов.

В соответствии с Регламентом 596/2014 от 16 апреля 2014 г. ЕОЦБР получил два официальных запроса (мандата) от Европейской комиссии для предоставления технических консультаций в отношении возможного содержания делегированных актов, требуемых положениями Регламента 596/2014.

Первый мандат был опубликован 21 октября 2013 г. и касался следующих вопросов[420]: • определение показателей манипулирования рынком; • установление минимального порога эквивалента диоксида углерода и минимального порога номинальной тепловой нагрузки для целей исключения в отношении публичного раскрытия внутренней информации; • определение компетентного органа для уведомления о задержках в публичном раскрытии инсайдерской информации; • спецификация характеристик сделки с участием менеджеров, которая инициирует обязанность по уведомлению, и указание условий, при которых торговля в течение закрытого периода может быть разрешена эмитентом.

Второй мандат был опубликован 2 июня 2014 г.[421] и касался только описания процедур, позволяющих сообщать о фактических или потенциальных нарушениях Регламента 596/2014.

По итогам двух запросов в июле 2014 г. ЕОЦБР выпустил консультационный документ, содержащий проект технических рекомендаций по наполнению делегированных актов[422].

В рамках публичной дискуссии всем заинтересованным лицам предлагалось направить в адрес ЕОЦБР комментарии и ответы на вопросы, касающиеся уточнения признаков манипулирования рынком, установления уполномоченного

---

[420]Request to ESMA for technical advice on implementing acts concerning the regulation on insider dealing and market manipulation (market abuse) 08 October 2013 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/ec_mandate_to_esma_mar-l2_211021_doc.pdf (дата обращения: 11.04.2018).

[421]Request to ESMA for technical advice on implementing acts concerning the regulation on insider dealing and market manipulation (market abuse) 28 May 2014 // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/abuse/140528-esma-mandate_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

[422]Consultation Paper ESMA's draft technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation 11 July 2014 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014-808_consultation_paper_u_on_mar_draft_technical_advice_0.pdf (дата обращения: 11.04.2018).

национального органа, сделок с участие менеджеров компании, сообщения о нарушениях и др. Только после проведения общественных консультаций Европейский орган по ценным бумагам и рынкам 3 февраля 2015 опубликовал Заключительный отчет о методических рекомендациях в отношении возможных делегированных актов, касающихся Регламента о рыночных злоупотреблениях, по вышеуказанным вопросам[423].

Рекомендации касались инсайдерской информации в отношении рынка товарных деривативов и рынков наличного товара; действий лиц, которые стали потенциальными покупателями при зондировании рынка; отсрочек при раскрытии инсайдерской информации и др. Особо необходимо отметить, что все рекомендации ЕОЦБР впоследствии нашли свое отражение в содержании делегированных и имплементирующих актов, принятых Европейской комиссией.

В процессе разработки технических стандартов ЕОЦБР 15 июля 2014 г. открыл публичные консультации[424], в рамках которых всем заинтересованным лицам предлагалось ответить на вопросы, касающиеся перечня финансовых инструментов, условий программ обратного выкупа и стабилизации, зондирования рынка, принятых рыночных практик, подозрительных сделок, публичного раскрытия инсайдерской информации и отсрочек такого раскрытия, формата списка инсайдеров, уведомления о сделках с участием менеджеров компании и др.

28 сентября 2015 г. был опубликован Заключительный отчет ЕОЦБР, касающийся Проекта технических стандартов Регламента о рыночных злоупотреблениях[425]. Отчет охватывал весь перечень вопросов, содержащихся в консультационном документе: • условия, ограничения, обязательства по раскрытию и отчетности для программ выкупа и стабилизации; • требования, процедуры и учет лиц, занимающихся рыночным зондированием, системы и

[423]Final Report ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation 3 February 2015 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-224.pdf (дата обращения: 11.04.2018).
[424]Consultation Paper Draft technical standards on the Market Abuse Regulation 15 July 2014 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014-809_consultation_paper_on_mar_draft_technical_standards.pdf (дата обращения: 02.04.2018).
[425]Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation 28 September 2015 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

шаблоны уведомлений, которые должны использоваться в рыночных условиях и технические средства для соответствующей связи; • установление, поддержание и прекращение принятых рыночных практик; • механизмы, системы, процедуры и шаблоны уведомлений для сообщения о подозрительных заявках и сделках; • технические средства для публичного раскрытия внутренней информации и его задержки; • точный формат инсайдерских списков и способ их обновления; • формат и шаблон для уведомления о транзакциях менеджеров; • технические меры для объективного представления инвестиционных рекомендаций или другой информации, рекомендующей или предлагающей инвестиционную стратегию и раскрытия конкретных интересов или признаков конфликта интересов.

Разработки, представленные в данном Отчете, легли в основу целого пакета актов, уточняющих требования Регламента 596/2014[426].

Интересной представляется практика Европейского органа по ценным бумагам и рынкам в форме запросно-ответных документов. Любое заинтересованное лицо может направить свой вопрос касательно противодействия рыночным злоупотреблениям в ЕОЦБР, на который будет получен ответ в документе «Вопрос-ответ»[427].

Деятельность ЕОЦБР в рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг не ограничена этапом разработки и подготовки проектов и идей новых правовых актов. В соответствии с Регламентом 1095/2010[428], в областях, не урегулированных нормативными или имплементирующими актами, ЕОЦБР имеет право издавать руководящие принципы и рекомендации по вопросу применения норм права ЕС. ЕОЦБР в целях установления последовательной, рациональной и

[426]См. подробнее Technical standards under Regulation (EU) № 596/2014 (MAR) // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/abuse/its-rts-overview-table_en.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

[427]См. подробнее Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR) (ESMA70-145-111, Version 12, Last updated on 1 October 2018) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (дата обращения: 02.04.2018); Questions and Answers on the Market Abuse Regulation 13 July 2016 (ESMA/2016/1129) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1129_mar_qa.pdf (дата обращения: 02.04.2018); Questions and Answers on the Market Abuse Regulation 26 October 2016 (ESMA/2016/1520) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1520_mar_qa.pdf.

[428]Regulation 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 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC // Official Journal of European Union. – 2010. – No L 331. – P. 84–119.

эффективной практики европейской системы финансового надзора и обеспечения общего, единообразного и последовательного применения норм права ЕС вправе принимать руководящие принципы и рекомендации, адресованные компетентным органам или участникам финансового рынка[429]. Рекомендации и руководства ЕОЦБР не носят обязательный характер: компетентные органы каждого государства-члена ЕС обязаны приложить максимальные усилия для их соответствия рекомендациям / руководствам. В течение двух месяцев после их опубликования национальные органы обязаны подтвердить, соответствует ли их деятельность рекомендации / руководству или они планируют привести ее в соответствие. В случае если деятельность национального органа не соответствует рекомендации / руководству ЕОЦБР или национальный орган не планирует ее приведение в соответствие, он должен мотивированно уведомить об этом ЕОЦБР.

После опубликования делегированных и имплементирующих актов Европейской комиссии в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг ЕОЦБР принял три руководства: Руководство в области рыночных злоупотреблений в отношении лиц-инвесторов, участвующих в зондировании рынка[430]; Руководство в области рыночных злоупотреблений в отношении отсрочки раскрытия инсайдерской информации[431]; Руководство в области рыночных злоупотреблений в отношении товарных деривативов[432].

Данные документы представляют собой форму небольших презентаций. Руководство в отношении лиц-инвесторов, участвующих в зондировании рынка, было принято ЕОЦБР на основании ст. 11 (11) Регламента 596/2014. В тексте документа предусмотрены обязанности потенциального инвестора: установить

---

[429]Там же, Art. 16.

[430]MAR Guidelines – Persons receiving market soundings 10 November 2016 (ESMA/2016/147) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1477_mar_guidelines_-_market_soundings.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

[431]MAR Guidelines - Delay in the disclosure of inside information 20 October 2016 (ESMA/2016/1478) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1478_mar_guidelines_-_legitimate_interests.pdf (дата обращения: 12.11.2017).

[432]MAR Guidelines - Information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity derivatives 17 January 2017 (ESMA/2016/1480) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1480_mar_guidelines_on_commodity_derivatives.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

внутренние процедуры и обучение персонала для участия в зондировании рынка; сообщить о нежелании участвовать в зондировании рынка, если таковое присутствует; дать внутреннюю оценку, завладел ли потенциальный инвестор инсайдерской информацией; вести записи об участии в зондировании рынка и хранить их в течение пяти лет.

Руководство в отношении отсрочки раскрытия инсайдерской информации было принято на основании ст. 17 (11) Регламента 596/2014. Руководством предусмотрены случаи, когда возможна отсрочка раскрытия инсайдерской информации при наличии легитимного интереса эмитента: ведение переговоров, на результате которых может отразиться раскрытие; финансовое положение эмитента находится в упадке; эмитент сделал открытие или изобретение, раскрытие чего может нарушить интеллектуальные права и др. Также в руководстве предусмотрены случаи, когда отсрочка раскрытия инсайдерской информации может ввести общественность в заблуждение: инсайдерская информация, подлежащая раскрытию, существенно противоречит ранее опубликованной инсайдерской информации; инсайдерская информация о не достижении ранее поставленных финансовых показателей; инсайдерская информация противоречит ожиданиям рынка, основанным на ранее представленной эмитентом информации.

Руководство в отношении товарных деривативов было принято на основании ст. 7(5) Регламента 596/2014. Оно содержит примеры информации, относящейся к товарным деривативам: информация, которая должна быть опубликована торговыми площадками о совокупных позициях, принадлежащих различным категориям лиц для различных товарных производных инструментов, торгуемых на данной площадке; информация об обстоятельствах, влияющих на основные характеристики товарного деривата; информация об уровнях запасов или перемещения товаров на складах и в хранилищах.

Свидетельством того, что Руководства ЕОЦБР имеют важное значение и носят практический характер, является то, что по итогам их публикации национальные органы государств-членов ЕС направили уведомления в ЕОЦБР о

соответствии или намерении соответствовать Руководствам. На официальном сайте представлены таблицы соответствия[433].

Кроме квазинормотворческих и рекомендационных полномочий, ЕОЦБР обладает надзорными функциями. ЕОЦБР в соответствии со ст. 17 Регламента 1095/2010 имеет право проводить расследования и предпринимать дальнейшие действия в случае, если уполномоченные национальные органы не соблюдают и не выполняют свои обязательства, предусмотренные в нормах права ЕС. Любое заинтересованное лицо может подать жалобу по форме, представленной на официальном сайте ЕОЦБР[434], в соответствии с Правилами процедуры расследования нарушения права Европейского союза[435].

Таким образом, деятельность Европейского органа по ценным бумагам и рынкам очень разносторонняя в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Полномочия ЕОЦБР можно условно разделить на три группы.

В первую группу входят полномочия, связанные с разработкой технических стандартов, которые в дальнейшем ложатся в основу делегированных и имплементирующих актов Европейской комиссии в соответствии с Регламентом 596/2014 о рыночных злоупотреблениях[436]. Данные полномочия предлагаем именовать квазинормотворческими, поскольку по сути ЕОЦБР косвенно участвует

---

[433]Guidelines compliance table MAR – delay in the disclosure of inside information 31 January 2018 (ESMA/2016/1478) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-67_compliance_table_-_guidelines_on_mar_guidelines_on_delay_in_the_disclosure_of_inside_information.pdf (дата обращения: 10.10.2017); Guidelines compliance table MAR – for persons receiving market soundings 31 January 2018 (ESMA/2016/1477) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-66_compliance_table_-_guidelines_on_mar_guidelines_on_market_soundings.pdf (дата обращения: 12.11.2017); Guidelines compliance table MAR - information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity derivatives 31 January 2018 (ESMA/2016/1480) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-153_compliance_table_-_mar_guidelines_on_commodities.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

[434]Complaints (ESMA) // URL: https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-short/complaints (дата обращения: 10.10.2017).

[435]Rules of procedure on breach of Union law investigations 2012 (ESMA/2012/BS/87rev) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/rules_of_procedure_on_breach_of_union_law_investigations.pdf (дата обращения –10.10.2017).

[436]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance), Art. 4(4), 4(5), 5(6), 11(9), 11(10), 13(7), 16(5), 17(10), 18(9), 19(15), 20(3), 24(3), 25(9), 26(2), 33(5) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

в нормотворческом процессе: разрабатывает проекты актов, уточняя и разъясняя нормы Регламента 596/2014, представляя в адрес Европейской комиссии уже результат своей работы.

Вторую группу составляют рекомендации и руководства ЕОЦБР, адресованные более конкретному кругу лиц: национальным уполномоченным органам или эмитентам. Они не носят императивного характера, но нацелены на лучшее понимание норм права ЕС в государствах-членах. В рамках этой деятельности ЕОЦБР рассматривает конкретные, точечные вопросы, с которыми могут столкнуться финансовые рынки, и предсказывает легальные пути разрешения ситуаций. В рамках второй группы ЕОЦБР реализует полномочия по представлению необязательных рекомендаций.

Третью группу полномочий составляют надзорные функции ЕОЦБР. На настоящий момент еще не известно ни об одном факте расследований ЕОЦБР случаев несоответствия деятельности компетентных национальных органов нормам права ЕС, однако, данные полномочия представлены именно ЕОЦБР. Таким образом, ЕОЦБР реализует механизм надзора.

Все виды деятельности, реализуемые ЕОЦБР, представляются эффективными. Во-первых, очень важно, что все они сконцентрированы на одном органе, который специализируется на финансовых рынках. Во-вторых, следует обратить внимание, что ЕОЦБР задействует специалистов в области финансовых рынков с целью более эффективного правового регулирования противодействия рыночным злоупотреблениям, привлекая широкую общественность, изучая мнения заинтересованных лиц. В-третьих, все результаты деятельности ЕОЦБР были восприняты субъектами, которым они были адресованы: Европейская комиссия, компетентные национальные органы. Деятельность Европейского органа по ценным бумагам и рынкам является практическим инструментом сближения, используемым для продвижения общих подходов и практик на территории всего ЕС.

§ 3. Механизм судебной защиты (практика Суда ЕС и национальных судов государств-членов ЕС)

Механизм судебной защиты противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг на территории ЕС реализуется в трех плоскостях: на уровне Суда Европейского союза (далее – «Суд ЕС»), на уровне Европейского суда по правам человека (далее – «ЕСПЧ»), на уровне национальных судов государств-членов ЕС[437].

При толковании и уточнении норм, касающихся противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, традиционно важную роль играет Суд Европейского союза[438].

В рамках своей компетенции Суд ЕС рассматривает законность действий институтов ЕС, обеспечивает соблюдение государствами-членами ЕС обязательств, вытекающих из учредительных договоров, интерпретирует законодательство ЕС по запросам национальных судов ЕС. В соответствии со ст. 267 ДФЕС Суд ЕС в порядке преюдициальных запросов, получаемых от национальных судов, трактует и толкует нормы права ЕС[439]. Также Суд ЕС рассматривает жалобы на государства-члены ЕС, институты, агентства и органы ЕС, которые не выполнили свои обязательства в соответствии с законодательством ЕС[440].

---

[437]См. подробнее Абашидзе А. Х. Европейская система защиты прав человека : учебное пособие для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе, Е. С. Алисиевич ; под ред. А. Х. Абашидзе. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – 140 с.; Воскресенская Л. А. Защита прав человека в праве Европейского Союза: институциональный аспект : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Воскресенская Лилия Александровна. – М., 2012. – 24 с.

[438]The Court of Justice of the European Union. Официальный сайт // URL: http://curia.europa.eu/; см. подробнее Андриенко Я. П. Роль суда ЕС в формировании европейского правового пространства : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Андриенко Ярослав Петрович. – М., 2005. – 22 с.; Groussot X., Minssen T. Res Judicata in the Court of Justice Case-Law: Balancing Legal Certainty with Legality // European Constitutional Law Review. – 2007. – Vol. 3. – No 3. – P. 385-417.

[439]Treaty on the Functioning of the European Union (Consolidated version 2007), Art. 267 // Official Journal of European Union. – 2007. – No C 326. – P. 47-390; см. подробнее Европейское право. Основы интеграционного права Европейского Союза и Евразийского экономического союза : учебник / рук. авт. кол. и отв. ред. Л. М. Энтин, М. Л. Энтин. — М. : Норма : ИНФРА-М, 2018. – С. 193.

[440]См. подробнее Competences of the Court of Justice of the European Union // URL: http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU_1.3.10.html (дата обращения: 12.04.2018).

Практику Суда ЕС по рассмотрению дел по противодействию злоупотреблениям на рынке ценных бумаг нельзя назвать многочисленной, она формировалась постепенно. Все судебные разбирательства можно условно поделить на несколько групп.

Первая категория дел, рассматриваемых Судом ЕС в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, посвящена толкованию норм права ЕС в рамках преюдициональных запросов от уполномоченных органов государств-членов ЕС. Данная группа дел в численном соотношении самая большая.

Первое дело, посвященное рыночным злоупотреблениям, было рассмотрено Судом ЕС в 2001 г.[441] В 1999 г. Суд ЕС получил преюдициальный запрос от Суда первой инстанции г. Гента (Бельгия) о толковании Директивы 89/592/ЕЭС. Вопрос касался фундаментального применения положений Директивы: если государства-члены ЕС могут принять нормы, предусматривающие более строгие меры ответственности, могут ли они принять более жесткое определение инсайдерской информации в законодательстве. Второй вопрос был не менее важным: если государство-член имплементировало положения Директивы 89/592/ЕЭС в законодательство (Бельгии), при этом такая имплементация противоречит смыслу Директивы (неверная или неполная имплементация), значит ли это, что более строгие положения считаются не входящими в национальное законодательство или они подлежат применению в полном объеме?

Суд ЕС установил, что более строгое законодательство государств-членов ЕС может быть применено в отношении лиц, неправомерно использующих инсайдерскую информацию, при условии, что определение инсайдерской информации, используемое для применения этого законодательства, одинаковое для всех физических или юридических лиц, подпадающих под действие законодательства.

---

[441]Case C-28/99, Reference for a preliminary ruling: Rechtbank van Eerste Aanleg te Gent, Belgium, 3 May 2001 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=insider&docid=46324&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=408712#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

По второму вопросу Суд ЕС дал широкую формулировку: если положения национального законодательства противоречат ст. 6 Директивы 89/592/ЕЭС в силу того, что определенные физические или юридические лица специально освобождаются от более строгих мер ответственности за использование инсайдерской информации, чем те, которые установлены в Директиве, национальный суд должен аннулировать эти более строгие положения в отношении всех лиц, к которым они могли бы быть применены.

В октябре 2002 г. Суд ЕС получил преюдициальный запрос от государственных органов Дании с просьбой дать интерпретацию Директивы 89/592/ЕЭС.

В решении Суд приходит к чрезвычайно важному выводу[442]. В соответствии со ст. 3 (a) Директивы 89/592/ЕЭС по общему правилу лицу, которое получает инсайдерскую информацию, исполняя обязанности представителя работников в совете директоров компании или являясь членом комитета по связям группы компаний (по сути – любой должности), запрещено раскрывать такую информацию генеральному секретарю профессионального союза, который наделяет данное лицо вышеуказанными функциями. Исключениями из такого запрета могут быть: тесная связь между раскрытием инсайдерской информации и исполнением должностных обязанностей такого лица или острая необходимость раскрытия информации в связи с исполнением должностных обязанностей такого лица. Особое внимание Суд ЕС обращает на необходимость тщательного, подробного и эффективного изучения национальным судом подобного исключительного характера. Аналогичный запрет и исключения из запрета действуют в отношении генерального секретаря профсоюза.

В рамках преюдициального запроса, полученного от Государственного совета Греции, Суд ЕС 10 мая 2007 г. дал толкование ст. 1-4 Директивы

[442]Case C-384/02, Reference for a preliminary ruling: Københavns Byret – Denmark, 22 November 2005 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf;jsessionid=9ea7d0f130dafbab15dcb06143ada153b16423eea0ef.e34KaxiLc3eQc40LaxqMbN4Pb3mRe0?text=&docid=56135&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=107137 (дата обращения: 12.04.2018).

89/592/ЕЭС[443] в отношении концепции владения и использования инсайдерской информации. В случае, когда основные акционеры и члены совета директоров компании соглашаются провести между собой ряд сделок с ценными бумагами данной компании с целью поддержания искусственных цен на эти ценные бумаги, считается, что они владеют инсайдерской информацией, даже если не используют ее, когда они проводят эти сделки.

Классическим делом в области противодействия злоупотреблением на рынке ценных бумаг стало дело «Спектор Фото». В рамках преюдициальной процедуры в феврале 2008 г. Апелляционный суд Брюсселя обратился в Суд ЕС[444] с просьбой прояснить несколько важных вопросов при применении Директивы 2003/6/ЕС. Требуют ли положения Директивы полной гармонизации национального законодательства государств-членов ЕС (за исключением отдельных статей, которые прямо предусматривают самостоятельную интерпретацию со стороны государств-членов) или минимальной гармонизации? Следует ли по смыслу п. 1 ст. 2 (1) Директивы о рыночных злоупотреблениях понимать, что только лицо, которое владеет инсайдерской информацией и приобретает или распоряжается ценными бумагами, к которым относится эта инсайдерская информация, использует эту инсайдерскую информацию и нарушает законодательный запрет? Должен ли здесь быть прямой умысел на использование инсайдерской информации? Если при определении пропорционального характера административной санкции, как указано в ст. 14 Директивы о рыночных злоупотреблениях, необходимо учитывать достигнутые выгоды, презюмируется ли, что публикация информации, которая будет обозначена как инсайдерская, действительно оказала значительное влияние на цену финансового инструмента? Если да, то какой минимальный уровень движения цены должен быть зафиксирован, чтобы такое движение могло считаться

[443]Case C-391/04, Reference for a preliminary ruling: Simvoulio tis Epikratias (Greece), 10 May 2007 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=insider&docid=63405&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=408712#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

[444]Case C-45/08, Reference for a preliminary ruling: the Hof van beroep te Brussel, Belgium, 23 December 2009 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=MARKET%2BMANIPULATION&docid=75048&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=407382#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

существенным? Какую дату следует принять за основу для оценки полученной финансовой выгоды при определении соответствующей санкции? Следует ли понимать ст. 14 Директивы о рыночных злоупотреблениях как означающую, что если государство-член ЕС ввело вариант уголовного наказания в сочетании с административной санкцией, превалирует уголовных характер санкции?

Почти два года потребовалось Суду ЕС для выработки позиции. В декабре 2009 г. было опубликовано решение[445]. Суд ЕС пришел к трем основным выводам:

1) В рамках толкования ст. 2 (1) Директивы 2003/6/ЕС следует понимать, что лицо, которое владеет инсайдерской информацией и приобретает или распоряжается или прямо или косвенно пытается приобрести или распорядиться в своих интересах или в интересах третьих лиц финансовыми инструментами, к которым эта информация относится, по смыслу данной статьи использует инсайдерскую информацию. Однако это не лишает его права защиты своих интересов, в частности, права на опровержение этой презумпции. Суд ЕС не дает однозначного ответа на вопрос, нарушило ли такое лицо запрет на инсайдерскую торговлю, поскольку каждая ситуация должна быть отдельно проанализировала с учетом целей Директивы – защита целостности рынка и повышение доверия инвесторов.

2) Ст. 14 (1) Директивы 2003/6 означает, что все выгоды, полученные от инсайдерской торговли, образуют неотъемлемый элемент в процессе установления санкции, которая должна быть эффективной, пропорциональной и сдерживающей. Методы расчета экономической выгоды и сроков Суд ЕС оставляет в компетенции национального законодателя.

3) Ст. 14 (1) Директивы о рыночных злоупотреблениях означает, что если в дополнение к административным санкциям государства-члены ЕС ввели возможность применения мер уголовной ответственности, то нет необходимости в том, чтобы учитывать возможность применения и суровость уголовной санкции, которая в дальнейшем может быть применена.

---

[445]Там же.

Дело «Спектор фото» стало историческим, в нем Суд ЕС впервые осуществил серьезную попытку заполнить пробелы в правовом регулировании на уровне ЕС.

Апелляционный суд по вопросам торговли и промышленности Нидерландов 16 ноября 2009 г. обратился с преюдициальным запросом в Суд ЕС[446]. Национальный суд просил комментариев в отношении интерпретации второго абзаца ст. 1 (2) (a) Директивы 2003/6/ЕС: является ли совершение комбинаций действий с определенным финансовым инструментом в короткий промежуток (покупка, продажа, поручение на участие в торгах) с удержанием цены на такой финансовый инструмент на ненормальном или искусственном уровне правонарушением. Суд ЕС однозначно ответил утвердительно на вопрос и пояснил, что для того, чтобы цена финансового инструмента считалась ненормальной или искусственной, совсем необязательно ее фиксации на таком уровне в течение какого-то определенного периода, достаточно совершения с данным финансовым инструментом «нерыночных» действий[447].

Для лучшего понимания критерия конкретности инсайдерской информации стоит обратиться к судебной практике. Так, в порядке преюдициального запроса от Федерального верховного суда Германии Суд ЕС решил вопрос о том, какие промежуточные шаги в длительном процессе принятия решения составляют конкретную информацию[448].

Согласно данным дела Гелт против Даймлер[449], председатель правления концерна Даймлер г-н Шремпп несколько недель планировал свою отставку и затем обсудил ее с председателем наблюдательного совета, в результате чего его планы были раскрыты всему наблюдательному совету и правлению. По решению наблюдательного совета соответствующее сообщение было направлено в

---

[446]Case C-445/09, Reference for a preliminary ruling: the College van Beroep voor het bedrijfsleven, 7 July 2011 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=107264&pageIndex=0&doclang=EN&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=431184 (дата обращения: 12.04.2018).

[447]Там же.

[448]Case C-19/11, Markus Geltl v Daimler AG, 28 June 2012 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=124466&doclang=EN (дата обращения: 12.03.2018).

[449]См. подробнее Krause H., Brellochs M. Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v Daimler—A comparative analysis of the ECJ decision in the Geltl v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation // Capital Markets Law Journal. – 2013. – Vol. 8. – No 3. – P. 283–299.

компетентный орган. После этого объявления стоимость акций Даймлер резко выросла.

Г-н Гелт и ряд других инвесторов продали свои акции до специального объявления об отставке председателя концерна и подали иск против концерна Даймлер о взыскании компенсации из-за позднего объявления. В ходе судебного разбирательства Федеральный Верховный суд Германии осуществил запрос в преюдициональном порядке в Суд ЕС с тем, чтобы решить, какие промежуточные этапы (конкретные действия) могут рассматриваться как конкретная информация.

Суд ЕС решил, что промежуточные этапы процесса, которые связаны с принятием решений в будущем, могут рассматриваться как конкретная информация[450].

Данное положение в дальнейшем нашло свое отражение в п. 2 ст. 7 Регламента о рыночных злоупотреблениях[451]. Кроме того, по вопросу о вероятности серьезных последствий Суд ЕС в данном решении пришел к выводу, что формулировка «можно обоснованно ожидать» не может быть истолкована как требование о высокой степени вероятности появления таких обстоятельств в будущем. Это положение также было отображено в новом Регламенте 596/2014[452].

В рамках преюдициального запроса Суд ЕС ответил на вопрос о природе инсайдерской информации. 2 декабря 2013 г. Кассационный Суд Франции, рассматривая дело «Жан-Бернар Лафонта против Управления по финансовым рынкам Франции», задался вопросом, каким образом следует толковать ст. 1 (1) Директивы 2003/6/ЕС и ст. 1 (1) и (2) Директивы 2003/124/ЕС[453]. Следует ли под инсайдерской информацией понимать только информацию, в отношении которой с высокой степенью вероятности можно установить, что при ее опубликовании она

---

[450]Case C-19/11, Markus Geltl v Daimler AG, 28 June 2012 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=124466&doclang=EN (дата обращения: 12.03.2018).

[451]Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance), Art. 7(2) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

[452]Там же.

[453]Case C-628/13, Reference for a preliminary ruling: Cour de cassation — France, 11 March 2015 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=MARKET%2BMANIPULATION&docid=163730&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=402016#ctx1(дата обращения: 12.04.2018).

может потенциально воздействовать определенным способом на цены финансовых инструментов?[454]

Суд ЕС в ответе на запрос Кассационного Суда Франции[455] уточнил, что для того чтобы информация считалась точной для целей положений указанных Директив, необязательно в ее отношении делать вывод о высокой степени вероятности ее потенциального влияния на цены финансовых инструментов при ее раскрытии.

С преюдициальным запросом выступил Вильнюсский окружной суд 3 января 2018 г.[456]. Среди вопросов, адресованных в Суд ЕС, был один, который касался Директивы 2003/6/ЕС. Суду ЕС предстоит ответить на вопрос, можно ли по смыслу указанной Директивы считать, что отсутствие раскрытия факта о том, что поставщик финансовых инструментов не уполномочен на предоставление финансовых услуг, сокрытие существенной информации в проспекте, информации и возможном конфликте интересов на стороне поставщика финансовых инструментов, имеет прямое действие на цены вышеуказанных финансовых инструментов? Могут ли при таких обстоятельствах контрагенты по сделкам требовать прекращения договоров или изменения их существенных условий, а также выплаты компенсации за понесенные убытки?

В рамках преюдициальных запросов Суд ЕС толкует не только нормы права ЕС, посвященные противодействию злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, но и их действие при противоречии иным нормам или обосновывает отсутствие таких противоречий.

В октябре 2016 года Высший кассационный суд Италии в рамках дела «Гарлссон Реал Эстейт СА (в ликвидации) и другие против Национальной

---

[454]См. подробнее Klöhn L. Inside Information Without an Incentive to Trade? What's at Stake in 'Lafonta v. AMF' (April 25, 2014) // Humboldt University of Berlin - Faculty of Law. – 2014. – 24 p. URL: https://ssrn.com/abstract=2429513 (дата обращения: 02.11.2017).

[455]Case C-628/13, Reference for a preliminary ruling: Cour de cassation — France, 11 March 2015 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=MARKET%2BMANIPULATION&docid=163730&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=402016#ctx1(дата обращения: 12.04.2018).

[456]Case C-8/18, Request for a preliminary ruling: Vilniaus apygardos teismas (Lithuania), 3 January 2018 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=MARKET%2BMANIPULATION&docid=201580&pageIndex=0&doclang=EN&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=402016#ctx1(дата обращения: 12.04.2018).

комиссии по компаниям и бирже Италии» обратился в Суд ЕС с преюдициальным запросом[457]. Итальянский суд ставит перед Судом ЕС следующий вопрос: исключает ли ст. 50 Хартии ЕС об основных правах, трактуемая в свете ст. 4 Протокола № 7 ЕКПЧ, соответствующей судебной практики ЕСПЧ и национального права, возможность проведения административного разбирательства и применения административного наказания в отношении лица, которое совершило манипулирование на рынке ценных бумаг, но в отношении которого уже было вынесено и вступило в силу обвинительное решение? Может ли национальный суд руководствоваться непосредственно принципами ЕС в отношении идеи «не подвергаться судебному преследованию и уголовному наказанию дважды за одно и то же преступление», лежащей в основе ст. 50 Хартии ЕС об основных правах?

20 марта 2018 г. было опубликовано решение Суда ЕС[458]. Если в отношении лица, которое совершило манипулирование рынком, уже было вынесено обвинительное решение, отвечающее требованиям эффективности, пропорциональности и сдерживающего воздействия, то ст. 50 Хартии ЕС об основных правах должна трактоваться как исключающая возможность инициировать впоследствии против такого лица административное производство. Принцип «не дважды за одно и то же», содержащийся в ст. 50 Хартии ЕС об основных правах, гарантируется физическим лицам и применяется непосредственно в контексте конкретного спора.

В ноябре 2016 г. Высший кассационный суд Италии направил два запроса в преюдициальном порядке в Суд ЕС[459]. В обоих случаях Национальный суд просил

---

[457]Case C-537/16, Reference for a preliminary ruling: Corte suprema di cassazione (Court of Cassation, Italy), 20 March 2018 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=market%2Babuse&docid=200402&pageIndex=0&doclang=EN&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=397724#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

[458]Case C-537/16, Reference for a preliminary ruling: Corte suprema di cassazione (Court of Cassation, Italy), 20 March 2018 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=market%2Babuse&docid=200402&pageIndex=0&doclang=EN&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=397724#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

[459]Joined Cases C-596/16 and C-597/16, References for a preliminary ruling: Corte suprema di cassazione (Court of Cassation, Italy), 20 March 2018 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=market%2Babuse&docid=201893&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=397724#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

Суд ЕС дать толкование соотношению ст. 50 Хартии ЕС об основных правах, которая предусматривает право не подвергаться судебному преследованию и уголовному наказанию дважды за одно и то же преступление[460], и положения об уголовной ответственности Директивы 2014/57/ЕС? Должен ли суд при рассмотрении уголовных дел о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг использовать принцип «non bis in idem»?

В решении по объединенному делу Суд ЕС пояснил[461], что ст. 14 (1) Директивы 2003/6/ЕС Европейского парламента и Совета от 28 января 2003 года об инсайдерской деятельности и манипулировании рынком (злоупотребление рынком), в свете ст. 50 Хартии ЕС об основных правах, следует толковать как допускающую нормы национального законодательства о запрете административных штрафов, которые в действительности могут носить уголовный характер, после вынесения окончательного оправдательного решения в рамках уголовного дела. Таким образом, Суд ЕС говорит, что не видит противоречия между положениями Директивы и Хартии, поскольку при отсутствии вины по уголовному делу лицо не может быть привлечено к административному штрафу, носящему уголовный характер.

Вторую группу составляют дела, посвященные вопросам сближения национальных законодательств государств-членов ЕС и несоответствия национального законодательства государств-членов ЕС актам Европейского союза в области противодействия злоупотребления на рынке ценных бумаг, то есть, по искам из неисполнения обязательств[462].

Европейская комиссия обратилась в Суд ЕС с требованием признать, что Великое Герцогство Люксембург не исполнило своего обязательства по приведению национального законодательства в соответствие с Директивой

---

[460]Charter of Fundamental Rights of the European Union 2012 // Official Journal of European Union. – 2012. – No C 326. – P. 391-407.

[461]Joined Cases C-596/16 and C-597/16, References for a preliminary ruling: Corte suprema di cassazione (Court of Cassation, Italy), 20 March 2018 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=market%2Babuse&docid=201893&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=397724#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

[462]Европейское право. Основы интеграционного права Европейского Союза и Евразийского экономического союза : учебник / рук. авт. кол. и отв. ред. Л. М. Энтин, М. Л. Энтин. — М. : Норма : ИНФРА-М, 2018. – С. 191.

2003/6/ЕС в срок до 12 октября 2004 г. и взыскать с государства судебные расходы[463].

Не все государства успели имплементировать положения нового правового регулирования к 3 июля 2016 г. Так, Европейская комиссия выступила с иском в Суде ЕС к Королевству Испании с требованием признать, что Испания не привела свое законодательство в соответствие с Имплементирующей директивой Европейской Комиссии 2015/2392 от 17 декабря 2015 года о Регламенте ЕС № 596/2014 в отношении представления компетентным органам информации о фактических или потенциальных нарушениях этого Регламента, или же Испания не сообщила об этих положениях Европейской Комиссии, таким образом нарушив ст. 13 (1) Директивы[464].

Описанные судебные дела иллюстрируют, что не все государства исполнили свои обязательства по имплементации актов ЕС в области противодействия злоупотребления на рынке ценных бумаг. Но больший акцент следует сделать именно на то, что Европейский союз очень четко отслеживает подобные ситуации. Данный факт свидетельствует о том, что тема злоупотреблений на рынке ценных бумаг актуальна и имеет важное значение для интеграционных процессов в сфере финансов в ЕС.

Интересным из практики Суда ЕС представляется дело Самули Миеттинен против Совета ЕС[465]. В 2013 г. гражданин Финляндии, будучи гражданином ЕС, получил решение Совета ЕС от 13 мая 2013 г., содержащее отказ в полном доступе к Документу № 12979/12 от 27 июля 2012 г., содержащему мнение Юридической службы Совета ЕС в отношении проектов Директивы об уголовной ответственности за злоупотребления на рынке ценных бумаг и Регламента о

[463]Case C-236/06, Commission of the European Communities v Grand-Duchy of Luxembourg, 24 May 2006 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=insider&docid=56262&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=408712#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

[464]Case C-599/17, European Commission v Kingdom of Spain, 16 October 2017 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=market%2Babuse&docid=198252&pageIndex=0&doclang=EN&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=397724#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

[465]Case T-395/13, Samuli Miettinen v Council of the European Union, September 18 2015, URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=168066&pageIndex=0&doclang=EN&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=117122 (дата обращения: 12.04.2018).

злоупотреблениях на рынке ценных бумаг и иных инструментов, относящихся к гармонизации административных санкций в рамках оказания финансовых услуг. После отказа в получении доступа к указанному документу г-н Самули Миеттинен обратился с жалобой против Совета ЕС в Суд ЕС с требованием отменить указанное решение от 13 мая 2013 г. Суд ЕС 18 сентября 2015 г. удовлетворил требования заявителя и отменил указанное Решение Совета ЕС, установив, таким образом, правомерность требования граждан доступа к документам ЕС.

Данное дело нельзя отнести ни в первую, ни во вторую категорию дел, рассмотренных Судом ЕС, поэтому оно условно образует третью группу, посвященную праву граждан ЕС на доступ к документам ЕС.

Практика Суда ЕС по вопросам интрепретации норм, касающихся противодействия рыночным злоупотреблениям, не является обширной. Она до недавнего времени была основана на прежнем режиме, который действовал до 2016 г. И только в 2018 г. появилось первое дело в связи с необходимостью толкования новых актов[466]. Полагаем, что механизм судебной защиты является эффективным и в скором времени Суд ЕС разрешит новые дела, связанные с актуальным правовым регулированием противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Однако, скорее всего, судебная практика останется в тех же масштабах, что может быть обосновано эффективностью иных механизмов противодействия рыночным злоупотреблениям в ЕС.

Судебный механизм защиты прав и интересов участников рынка ценных бумаг реализуется в практике национальных судов государств-членов ЕС.

Одновременное применение мер уголовной и административной ответственности при принятии решений по делам в области рыночных злоупотреблений, нашло отражение в судебной практике государствах-членах ЕС.

С 1989 г. во Франции действовал режим одновременного применения мер уголовной и административной ответственности за злоупотребления на рынке

[466]См. подробнее Исполинов А. С. Прецедент в практике Суда Европейского Союза // Международное правосудие. – 2016. – № 3. – С. 64–77.

ценных бумаг[467]. Конституционный совет Франции высказался о том, что такой режим соответствует принципу «non bis in idem» или, как это называется на французском, принципу «autrefois acquit et autrefois convict» и не противоречит Конституции Франции[468]. Конституционный совет Франции установил, что двойное наказание возможно, если совокупное итоговое наказание считается пропорциональным и соразмерным и не превышает пределы самого строгого наказания.

Компании и физические лица, которые вели хозяйственную деятельность во Франции, могли нести одновременно административную ответственность в соответствии с решением национального регулятора и уголовную ответственность в соответствии с решением уголовных судов Франции.

Конституционность такого подхода и его соответствие принципу двукратного привлечения к ответственности были рассмотрены Конституционным советом Франции в рамках дела EADS[469] в марте 2015 г. Дело касалось предполагаемого злоупотребления на рынке ценных бумаг со стороны компании «Аэробус Групп», его двух основных акционеров и 17 топ-менеджеров.

Разбирательство проходило одновременно в двух органах: административное дело рассматривалось в Исполнительном комитете Управления по финансовым рискам, а уголовное – в Уголовном суде Парижа.

Исполнительный комитет Управления по финансовым рынкам прекратил производство по делу в отношении 19 физических лиц и самой компании. Уголовный суд Парижа направил дело на рассмотрение в Конституционный совет Франции с целью проверки соответствия правовых норм Конституции Франции и принципу «non bis in idem».

---

[467]Code monétaire et financier (Version consolidée au 18 septembre 2017) // URL: https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=06EC9F4C6C3ED131149D7D4BD2353052.tpdila18v_3?idSectionTA=LEGISCTA000006170504&cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20160928 (дата обращения: 10.03.2018).

[468]Décision n° 89-260 DC du 28 juillet 1989. Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier // URL: https://www.conseil-constitutionnel.fr/decision/1989/89260DC.htm (дата обращения: 25.01.2018).

[469]European Aeronautic Defence and Space company (EADS) Airbus group, ранее – «Европейский аэрокосмический и оборонный концерн», сейчас – Группа компаний «Аэробус».

Конституционный Совет Франции установил, что лицо не может преследоваться и нести наказание дважды за одно и то же деяние. Он обосновал решение тем, что административное и уголовное наказание, предусмотренное за торговлю инсайдерской информацией, преследовало одну цель – наказать за одно правонарушение и защитить один публичный интерес.

Представляется интересной мотивировочная часть решения, которая была основана не на принципе «non bis in idem», а на принципе «nécessité des délits et des peines», то есть пропорциональности наказания объему и характеру правонарушения[470]. Конституционный Совет посчитал, что возможность одновременного применения мер административной и уголовной ответственности за рыночные злоупотребления противоречит Конституции, поскольку: административные и уголовные правонарушения в виде злоупотреблений на рынке ценных бумаг имеют одинаковую природу; меры уголовной и административной ответственности имеют целью защиту одного и того же публичного интереса; суды имеют юрисдикцию и по уголовным, и по административным делам.

Конституционный совет Франции в решении от 18 марта 2015 г. установил, что действующий в то время режим, позволяющий одновременное применение уголовных и административных мер ответственности за одно и то же правонарушение к одному и тому же лицу, противоречит принципу достаточности пропорциональности наказания объему и характеру правонарушения, предусмотренному ст. 8 Конституции Франции.

Конституционный Совет отменил действие норм с 16 сентября 2016 г., к этому сроку законодателю необходимо было провести соответствующую реформу[471].

Несмотря на то, что данное положение законодательства Франции было признано неконституционным и противоречащим законодательству, оно не было

[470]Décision n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015. M. John L. et autres [Cumul des poursuites pour délit d'initié et des poursuites pour manquement d'initié] // URL: https://www.conseil-constitutionnel.fr/decision/2015/2014453_454QPCet2015462QPC.htm (дата обращения: 25.01.2018).
[471]Loi № 2016-819 du 21 juin 2016 // URL: https://www.legifrance.gouv.fr/eli/loi/2016/6/21/FCPX1608600L/jo/texte (дата обращения: 25.01.2018).

признано противоречащим принципу «non bis in idem», что позволяет в некоторых случаях осуществлять преследование административными и уголовными органами одновременно.

Стала очевидна необходимость реформирования правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг с целью приведения национального законодательства в соответствие с принципом «non bis in idem». Среди вариантов предлагались: декриминализация злоупотреблений на рынке ценных бумаг; создание специального административно-судебного органа в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг; прямой запрет двойного наказания; исключение уголовных мер из мер ответственности и др.

§ 4. Роль решений ЕСПЧ в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг[472]

В связи с тем, что государства-члены ЕС являются участниками Конвенции о защите прав человека и основных свобод (далее – «ЕКПЧ»)[473], на них распространяется юрисдикция Европейского суда по правам человека[474]. При этом важно иметь в виду, что непосредственно ЕС не связан ЕКПЧ, однако, решения

[472]Выводы, изложенные в данном параграфе диссертации, были опубликованы в статье автора диссертационного исследования: Михаленко Ю. В. Применение принципа «Non bis in idem» в контексте противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Комментарий к решению ЕСПЧ по делу «Гранде Стивенс против Италии» 2014 года // Международное публичное и частное право. – 2018. – № 3 – С. 24-27.

[473]Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms 1950 // URL: https://www.echr.coe.int/Documents/Convention_eng.pdf (дата обращения: 12.03.2018); Рябова В. О. Взаимодействие Суда Европейского союза и Европейского суда по правам человека по делам о защите прав человека после Лиссабонского договора : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Рябова Виктория Олеговна. – М., 2016. – 32 с.

[474]European Court of Human Rights. Официальный сайт // URL: https://www.echr.coe.int/; см. подробнее Lock T. The Future Relationship between the Two European Courts // The Law and Practice of International Courts and Tribunals. – 2009. – Vol. 8. – P. 375-398.

ЕСПЧ могут оказать существенное влияние на национальное право государств-членов ЕС, нормы права ЕС, правоприменительную и судебную практику в ЕС.

ЕСПЧ является международным судебным органом, действующим с 1959 г. ЕСПЧ рассматривает дела по заявлениям частных лиц или государств в отношении нарушения гражданских и политических прав, предусмотренных ЕКПЧ, и дела по вопросам толкования и применения норм ЕКПЧ[475].

В рамках реализации механизма судебной защиты в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг ЕСПЧ сыграл важную роль.

Знаковым делом в области анализа соответствия норм об одновременном применении уголовных и административных мер ответственности за злоупотребления на рынке ценных бумаг принципу «non bis in idem» стало дело «Гранде Стивенс против Италии»[476], рассмотренное ЕСПЧ в 2014 г.[477] Принцип «non bis in idem», что с латыни переводится как «не дважды за одно и то же», означает, что никто не должен дважды нести наказание за одно правонарушение[478].

Действующая в то время Директива ЕС обязывала государства-члены ЕС устанавливать запрет злоупотреблений на рынке ценных бумаг и меры административной ответственности за такие правонарушения. Директива ЕС предусматривала возможность применения мер уголовной ответственности в случае, когда такие меры являлись бы «эффективными, пропорциональными и

---

[475]См. подробнее Энтин М. Л. Влияние права прав человека на прогрессивное развитие современного международного права. Часть I / М.Л.Энтин // Московский журнал международного права. — 2017. — №2. — С. 29-44; Энтин М. Л. Влияние права прав человека на прогрессивное развитие современного международного права. Часть II / М.Л.Энтин, Е.Г.Энтина // Московский журнал международного права. – 2017. – №4. — С. 31-49.

[476]Affaire Grande Stevens et autres c. Italie (4 mars 2014) // URL: https://hudoc.echr.coe.int/eng#{"itemid":["001-141370"]} (дата обращения: 25.01.2018).

[477]См. подробнее Ventoruzzo M. Do Market Abuse Rules Violate Human Rights? The Grande Stevens v. Italy Case (October 1, 2014) // European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 269/2014; Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2517760. URL: https://ssrn.com/abstract=2517760.

[478]См. подробнее Гончаренко А. И. Принцип non bis in idem в уголовном праве // Теория и практика общественного развития. – 2014. – № 5. – С. 232-234; Смирнов П. А., Четвертакова Е. Ю., Щерба С. П. Non bis in idem - алмаз, нуждающийся в огранке // Вестник Академии Генеральной прокуратуры Российской Федерации. - М.: Акад. Ген. прокуратуры РФ. – 2014. – № 5 (43). – С. 77-82; Антонов Ю. И. Некоторые проблемные аспекты принципа справедливости в российском уголовном праве // Российское правосудие. – 2016. – № 12. – С. 78-88; Щерба С. П., Смирнов П. А., Четвертакова Е. Ю., Чащина И. В. Принцип non bis in idem (не дважды за одно и то же) и проблемы его реализации в России и зарубежных странах : монография / С. П. Щерба, П. А. Смирнов, Е. Ю. Четвертакова, И. В. Чащина ; под общ. и науч. ред. С. П. Щербы. – М. : Юрлитинформ, 2017. – 216 с.

оказывающими сдерживающее воздействие»[479]. В законодательстве ЕС не был определен механизм применения уголовных и административных мер: параллельно, в совокупности или альтернативно.

В 2002 г. итальянская компания Фиат, акции которой обращаются на рынке, получила конвертируемые кредиты от нескольких банков на общую сумму – 3 миллиарда евро. Срок погашения кредита был установлен к концу 2005 г. В случае непогашения кредита, долг должен быть конвертирован в акции компании, а банки, получающие данные акции, были обязаны пропорционально предложить их текущим акционерам. В 2005 г. стали известны условия кредитных договоров, в соответствии с которыми цена предложения акционерам должна была быть выше рыночной. Последствием предложения акций на рынке стало бы изменение владельческой структуры компании и размывание доли мажоритарного акционера Фиат – компании Ифил. Если бы цена предложения оставалась рыночной и текущие акционеры воспользовались своим преимущественным правом, то владельческая структура холдинга осталась бы прежней.

Весной 2005 г. менеджментом Фиат было принято решение о заключении соглашения об обмене пакета акциями с инвестиционным банком Меррилл Линч. На основании колебаний цены акций Фиат компания Эксор (входит в холдинг Фиат) могла потребовать уплату определенной суммы наличными. Позже в соглашение были внесены изменения, предусматривающие не уплату наличными, а реальное представление акций с целью избежания размывания мажоритарного пакета Ифил. Момент внесения изменений в соглашение и момент наступления обязательства по раскрытию такого изменения являются наиболее дискуссионными в данном деле.

Летом 2005 г. цена акций Фиат значительно поднялась. Этому способствовало 3 фактора: покупка акций банком Мерилл Линч, раскрытие информации о том, что кредиты, взятые в 2002 г., не будут возвращены, и высокие управленческие результаты компании. Комиссия по ценным бумагам и

[479]Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Art. 14 // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.

финансовым рынкам Италии запросила комментарии со стороны менеджмента Фиат. Представители Фиат отрицали владение какой-либо конкретной информацией.

В сентябре 2005 г. компанией Фиат была раскрыта итоговая версия соглашения об обмене пакета акций и оговорка о реальном предоставлении акций.

В феврале 2006 г. Подразделение Комиссии по ценным бумагам и финансовым рынкам Италии, занимающееся расследованиями инсайдерской торговли, начало расследование о манипулировании в отношении нескольких компаний группы Фиат и менеджеров компаний, которых представлял г-н Гранде Стивенс. Речь шла о нарушении ст. 187-ter Консолидированного закона Италии и финансах[480]. По мнению Комиссии, соглашение об обмене пакета акций и оговорка о реальном представлении акций были осуществлены в августе 2005 г. до того, как официально были раскрыты условия соглашения, что в силу отсутствия полного раскрытия информации, привело к информационному манипулированию. Комиссия наложила штрафы на компании и должностных лиц холдинга Фиат в размере от 500 тысяч до 5 миллионов евро. Несколько физических лиц были отстранены от должности с запретом занимать позиции в компаниях, акции которых размещены на бирже.

Апелляционная и кассационная инстанции поддержали решение Комиссии.

В 2008 г. по инициативе прокуратуры было возбуждено уголовное дело в отношении физических лиц, к которым ранее были применены меры административной ответственности. Итальянское законодательство предусматривает возможность применения и административного, и уголовного наказания за манипулирование на рынке ценных бумаг (ст. 187-ter и ст. 185 Консолидированного закона Италии и финансах)[481]. Уголовный суд вынес оправдательный приговор, мотивировав свою позицию тем, что действия правонарушителей не оказали существенного воздействия на рынок ценных бумаг.

---

[480]Legislative Decree № 58 of 24 February 1998 (Consolidated Law on Finance pursuant to Articles 8 and 21 of Law № 52 of 6 February 1996, version of 3 January 2018) // URL: http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm (дата обращения: 25.01.2018).

[481]Там же.

Апелляционная инстанция изменила приговор первой инстанции и признала некоторых физических лиц виновными. Они обратились в порядке кассационного производства в Верховный суд. Во время разбирательства в кассационной инстанции истек срок исковой давности (согласно итальянскому законодательству судебный процесс не прерывает срок исковой давности), и уголовное дело было прекращено.

На уровне ЕС не был определен механизм применения уголовных и административных мер: параллельно, в совокупности или альтернативно. Ввиду отсутствия четкой правовой позиции о возможности применения двойной ответственности, заявители обратились в ЕСПЧ.

В решении ЕСПЧ акцентируется внимание на уголовный характер санкций. По мнению Суда, правила, направленные на защиту целостности финансовых рынков и доверие инвесторов, обычно регулируются уголовным законодательством; основная цель административного законодательства – это предупреждение и наказание в соответствии с тяжестью противоправного деяния. Размер штрафа, который может достичь нескольких миллионов евро, по мнению Суда, по правовой природе носит уголовный характер.

ЕСПЧ установил фактические и процедурные нарушения прав заявителей, гарантированных Конвенцией о защите прав человека и основных свобод, среди которых нарушение права на справедливое разбирательство (ст. 6), на независимое и беспристрастное правосудие (ст. 6, ст. 7), право на независимого арбитра (ст. 13, ст. 14) и др.

Наибольший интерес представляет вопрос применения принципа «non bis in idem» в отношении рыночных злоупотреблений[482].

Наличие нормы в ст. 187-ter и ст. 185 Консолидированного закона Италии о финансах[483], которая предусматривает возможность одновременного применения

[482] См. подробнее Ventoruzzo M. When Market Abuse Rules Violate Human Rights: Grande Stevens v. Italy and the Different Approaches to Double Jeopardy in Europe and the US // European Business Organization Law Review. – 2015. – Vol. 16. – No 1. – P. 145-165

[483] Legislative Decree № 58 of 24 February 1998 (Consolidated Law on Finance pursuant to Articles 8 and 21 of Law № 52 of 6 February 1996, version of 3 January 2018) // URL: http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm (дата обращения: 25.01.2018).

мер уголовной и административной ответственности за манипулирование на рынке ценных бумаг, противоречит праву не быть судимым или наказанным дважды, предусмотренному ст. 4 Протокола 7 к ЕКПЧ[484].

Представители Правительства Италии отрицали нарушение принципа «non bis in idem», обосновывая свою позицию несколькими аргументами: природа ответственности была административной, а не уголовной; нормы об уголовной и административной ответственности направлены на применение санкций за различные правонарушения: уголовно наказуемое деяние требует наличия вины в форме преднамеренности и последствия в виде изменения рыночных цен на финансовом рынке, а административное правонарушение – небрежности и возможного потенциального влияния на рыночные цены. Ответчик акцентировал внимание на том, что суд назначил уголовный штраф по нижнему порогу в виду того, что ранее были применены меры административной ответственности.

ЕСПЧ высказал контраргументы: природа мер уголовной и административной ответственности была одинаковой – по сути уголовной – поскольку и та, и другая норма были направлены на установление санкции за одно и то же правонарушение. Был жестко раскритикован факт того, что суд учел наличие административного наказания при разбирательстве уголовного дела.

ЕСПЧ установил, что наличие риска быть наказанным второй раз за одно и то же правонарушение, уже само собой предполагает нарушение принципа «non bis in idem». В связи с этим, система противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, действующая в Италии, была признана ЕСПЧ нарушающей принцип «не дважды за одно и то же», защита которого провозглашена ЕКПЧ. В случае риска применения мер административной и уголовной ответственности, одно должно исключать другое в соответствии с принципом «non bis in idem».

[484]Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms 1950, Art. 4, Prot. 7 // URL: https://www.echr.coe.int/Documents/Convention_eng.pdf (дата обращения: 12.03.2018).

***

В рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС функционирует сложная система правовых механизмов – взаимосвязанных между собой элементов, направленных на упорядочение отношений в сфере противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и на гарантирование защиты прав участников рынка ценных бумаг, которая включает уровень законодательных мер, принимаемых институтами ЕС (Европейский парламент, Совет ЕС, Европейская комиссия), контрольный и правоприменительный уровни, в рамках которых представлены судебные органы (Суд ЕС, Европейский Суд по правам человека, национальные судебные органы государств-членов ЕС) и органы специальной компетенции в финансовой области (Европейский орган по ценным бумагам и рынкам, финансовые регулирующие органы государств-членов ЕС).

При реализации вышеуказанных правовых механизмов происходит интерпретация, имплементация норм ЕС, обеспечение соблюдения интересов участников рынка ценных бумаг, обеспечение безопасности на рынке ценных бумаг, и главное – интеграция рынков капитала ЕС.

Эффективная политика ЕС в сфере финансовой интеграции возможна только при условии системного подхода европейского законодателя к правовому регулированию противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг и построению действенных правовых механизмов противодействия рыночным злоупотреблениям. Проведенный анализ позволяет сделать важный вывод о комплексном подходе ЕС, который очевиден еще на уровне подготовки проектов актов ЕС в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. Весь процесс правового регулирования борьбы с рыночными злоупотреблениями в ЕС можно разделить на этапы: непосредственно правовое регулирование, правоприменение и контроль.

Деятельность Европейской комиссии по принятию делегированных и имплементирующих актов, деятельность Европейского органа по ценным бумагам

и рынкам, деятельность Суда ЕС, национальных судов государств-членов ЕС и ЕСПЧ – все это необходимо рассматривать в совокупности.

Заключение

Результатом относительно недолгой истории правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС стало становление хорошо разработанной правовой базы ЕС в области борьбы с неправомерным использованием инсайдерской информации и манипулированием рынком.

Основной целью Европейского союза в сфере финансовых услуг является эффективное функционирование и интеграция единого внутреннего рынка ЕС. Данной целью была продиктована необходимость в масштабной реформе правового регулирования в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, которая проходила в период 2007-2018 гг.

На основании проведенного исследования необходимо сделать следующие выводы.

1. Ключевым термином в сфере рыночных злоупотреблений является понятие «инсайдерской информации». В праве ЕС инсайдерской информацией признается любая точная по природе информация, которая не находится в публичном доступе, прямо или косвенно относится к одному или более эмитентам финансовых инструментов или к одному или более финансовым инструментам и в случае ее раскрытия может оказать существенное влияние на цену таких финансовых инструментов. Правовой подход ЕС к вопросу об инсайдерской информации включает два важных элемента: запрет на разглашение инсайдерской информации и обязательство по ее раскрытию.

Неправомерным раскрытием инсайдерской информации является раскрытие инсайдерской информации любым физическим или юридическим лицом, которое имеет доступ к ней в случаях, отличных от нормального ведения трудовой деятельности, профессии или обязанностей. Предоставление рекомендаций или побуждение к совершению сделок также является неправомерным раскрытием

инсайдерской информации, если лицо, осуществляющее такое раскрытие, знало или должно было знать о том, что рекомендации и побуждения основаны на владении инсайдерской информации. В случае, когда эмитент или лицо, действующее от его имени, раскрывает какую-либо инсайдерскую информацию третьим лицам в процессе обычного ведения деятельности (за исключением зондирования рынка), то на такую информацию распространяется требование о ее незамедлительном раскрытии рынку. Публичное раскрытие должно произойти одновременно с раскрытием инсайдерской информации третьим лицам или сразу же после него, если оно было осуществлено непреднамеренно.

2. Вторым ключевым термином в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг является «манипулирование рынком». Данное понятие очень сложное, поскольку может включать разнообразные практики. Право ЕС включает в манипулирование на рынке ценных бумаг:

а) предоставление ложных или вводящих в заблуждение знаков: сделка, заявка или иные действия, которые дают или могут дать ложные или вводящие в заблуждение сигналы о предложении, спросе или цене финансовых инструментов, или которые обеспечивают или могут обеспечить цену финансового инструмента на отклоняющемся от нормы или искусственном уровне;

б) использование притворных схем, обмана или махинаций: сделка, размещение заявки на торгах или иные действия, которые повлияют или могут повлиять на цену финансовых инструментов;

в) распространение информации через СМИ, сеть Интернет или иным образом: сведения, которые дают или могут дать ложные или вводящие в заблуждение сигналы о предложении, спросе или цене финансовых инструментов, или которые обеспечивают или могут обеспечить цену финансового инструмента на отклоняющемся от нормы или искусственном уровне; включая распространение слухов, когда лицо, передающее их, знало или должно было знать о том, что информация ложная или вводящая в заблуждение;

г) некоторые иные действия: сотрудничество между участниками рынка с целью обеспечения доминирующего положения касательно предложения и спроса

на финансовые инструменты или создания иных несправедливых условий торговли (включая алгоритмическую и высокочастотную торговлю).

3. Историю правового регулирования противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС следует разделить на три условных периода.

Первый этап длился в 1977-1999 гг. В то время была опубликована Рекомендация ЕК 77/534/ЕЕС о Европейском кодексе поведения в отношении обращающихся ценных бумаг и принята Директива 89/592/ЕЭС о координации регулирования инсайдерской деятельности. Данная Директива стала первым шагом на пути к становлению системы правовых норм в области противодействия инсайдерским сделкам. Она показала важность защиты прав инвесторов и совершения исключительно правомерных сделок на рынке ценных бумаг. Правовое регулирование в тот период касалось исключительно инсайдерской деятельности и было очень ограниченным.

Второй этап охватывает период 1999-2007 гг., когда произошел прорыв в правовом регулировании противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в виде принятия комплексной Директивы 2003/6/ЕС об инсайдерских сделках и манипулировании рынком (о рыночных злоупотреблениях). Она показала свою эффективность на этапе становления полноценного регулирования. Тем не менее, многие вопросы остались нерешенными, и в результате цель правовой гармонизации и финансовой интеграции сохраняла свою актуальность.

Третий современный этап берет свое начало в 2007 г. Он ознаменовался проведением масштабной реформы в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС, результате которой были приняты два важных нормативных правовых акта: Регламент 596/2014 от 16 апреля 2014 г. о рыночных злоупотреблениях и Директива 2014/57/ЕС от 16 апреля 2014 г. об уголовной ответственности за рыночные злоупотребления.

4. По результатам исследования итогов реформы можно сделать вывод о том, что в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг Европейский союз отходит от идеи наибольшей гармонизации национальных законодательств государств-членов ЕС к идеи наибольшей унификации. Общие и

важные вопросы, которые ранее были закреплены в Директиве 2003/6/ЕС об инсайдерских сделках и манипулировании рынком (о рыночных злоупотреблениях), в настоящее время отражены в акте в форме регламента. Регламент 596/2014 о рыночных злоупотреблениях в отличие от директивы имеет прямое действие в государствах-членах ЕС, его положения не должны быть перенесены в национальное законодательство, а действуют автоматически в соответствии со ст. 288 ДФЕС. Принятие регламента предусматривает единые правила, применяемые единообразно на территории всего Европейского союза.

5. Правовой основой принятия Регламента 596/2014 о рыночных злоупотреблениях является ст. 114 ДФЕС. Ссылка на данную норму может быть обоснована при широком толковании ст. 114 ДФЕС о правовом сближении. В связи с отсутствием в Учредительных договорах ЕС прямого указания на законодательную компетенцию ЕС в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, Европейский союз как интеграционное объединение принимает на себя соответствующие полномочия и расширяет свою компетенцию. При этом, широкая интерпретация обосновывается целью создания и эффективного функционирования внутреннего рынка ЕС.

6. Правовой основой принятия Директивы 2014/57/ЕС об уголовной ответственности за злоупотребления на рынке ценных бумаг является п. 2 ст. 83 ДФЕС. Данная Директива стала первым нормативным актом ЕС, основанным на этой норме. Положение п. 2 ст. 83 ДФЕС предусматривает возможность установления единых минимальных правил, относящихся к определению преступлений и санкций в определенной сфере, с целью обеспечения эффективной реализации уголовной политики Европейского союза. Директива 2014/57/ЕС устанавливает единые для всего ЕС: понятия преступлений в области рыночных злоупотреблений (инсайдерские сделки, неправомерное раскрытие инсайдерской информации и манипулирование рынком); минимальные меры уголовной ответственности за преступления в области рыночных злоупотреблений; концепцию привлечения к ответственности юридического лица. Реализация компетенции ЕС в области уголовного законодательства произошла

впервые, что свидетельствует о комплексном подходе Европейского союза к правовому регулированию противодействия рыночным злоупотреблениям.

7. Европейский союз следует в рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг идеи применения жестких мер ответственности. В зависимости от серьезности правонарушения и масштабности его последствий к недобросовестному участнику рынка ценных бумаг могут быть применены меры административной ответственности и / или уголовной ответственности.

Административные меры включают:

- в отношении физических лиц нижний порог административного штрафа за нарушение запрета на инсайдерские сделки, неправомерное раскрытие инсайдерской информации, манипулирование рынком составляет 5 млн. евро; за нарушение требований о публичном раскрытии инсайдерской информации и предупреждении и выявлении злоупотреблений на рынке ценных бумаг – 1 млн. евро; за нарушение требований о списках инсайдеров, сделках с участием менеджеров и инвестиционных рекомендациях – 500 тыс. евро;

- в отношении юридических лиц нижний порог административного штрафа за нарушение запрета на инсайдерские сделки, неправомерное раскрытие инсайдерской информации, манипулирование рынком составляет 15 млн. евро или 15% от общего годового оборота компании; за нарушение требований о публичном раскрытии инсайдерской информации и предупреждении и выявлении злоупотреблений на рынке ценных бумаг – 2,5 млн. евро или 2% от общего годового оборота; за нарушение требований о списках инсайдеров, сделках с участием менеджеров и инвестиционные рекомендациях – 1 млн. евро.

Уголовные меры ответственности включают:

- в отношении физических лиц за инсайдерские сделки, рекомендацию или побуждение иных лиц к участию в инсайдерских сделках, а также манипулирование рынком предусмотрена ответственность в виде лишения свободы на срок не менее четырех лет; неправомерное раскрытие инсайдерской информации наказывается лишением свободы на срок не менее двух лет;

- в отношении юридических лиц предусмотрена уголовная ответственность за правонарушения, совершенные в его интересах его руководителями, а также иными лицами по причине недостаточного контроля со стороны руководящих органов в виде уголовных штрафов, а также иных способов уголовного воздействия, например, лишение права на получение государственных льгот и помощи; помещение под судебный надзор; принудительная ликвидация в судебном порядке и др.

8. В области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг Европейский союз передает надзорную функцию единому уполномоченному национальному органу в каждом отдельном государстве-члене ЕС. На уровне ЕС предусмотрен минимальный объем компетенций уполномоченных национальных органов, который может быть расширен на национальном уровне. С целью эффективного противодействия трансграничным рыночным злоупотреблениям ЕС предусматривает обязанность национальных компетентных органов сотрудничать между собой, а также с Европейским органом по ценным бумагам и рынкам. При этом национальные органы независимы в вопросах контроля, расследования и надзора.

9. Достижением Европейского союза в сфере противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг является введение на уровне норм ЕС важных исключений из правонарушений. В частности, были разработаны схемы зондирования рынка, программы обратного выкупа, программы стабилизации финансовых инструментов, концепция принятой рыночной практики. Все исключения не работают автоматически в общем порядке, они представляют собой возможность для участников рынка ценных бумаг воспользоваться предусмотренным правом в заявительном порядке. Данный факт свидетельствует о том, что Европейский союз стремится к цели защиты прав и интересов инвесторов, стараясь не допускать злоупотреблений в рамках предусмотренных исключений.

10. Эффективное противодействие злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС возможно только при функционировании специальных правовых

механизмов. Под ними понимаются система взаимосвязанных между собой элементов, направленных на упорядочение отношений в сфере противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и на гарантирование защиты прав участников рынка ценных бумаг, которая включает уровень законодательных мер, принимаемых институтами ЕС (Европейский парламент, Совет ЕС, Европейская комиссия), контрольный и правоприменительный уровни, в рамках которых представлены судебные органы (Суд ЕС, Европейский Суд по правам человека, национальные судебные органы государств-членов ЕС) и органы специальной компетенции в финансовой области (Европейский орган по ценным бумагам и рынкам, финансовые регулирующие органы государств-членов ЕС). Правовые механизмы противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг, используемые в ЕС, тесно взаимосвязаны, и эффективное противодействие рыночным злоупотреблениям возможно только функционировании всей системы правовых механизмов.

11. Важную роль в противодействии рыночным злоупотреблениям играет Европейская комиссия, которая уполномочена на принятие имплементирующих и делегированных актов ЕС, с помощью которых законодатель ЕС дополняет, толкует и трактует положения Регламента 596/2014. Европейская комиссия, осуществляя нормотворческую деятельность, восполняет существующие пробелы в правовом регулировании. Значимость делегированных и имплементирующих актов Европейской комиссии заключается в том, что они содержат детализированные правила для всех субъектов отношений, складывающихся в процессе противодействия рыночным злоупотреблениям: государств-членов ЕС, финансовых площадок, участников рынка ценных бумаг, эмитентов, третьих лиц.

При подготовке актов ЕК обращается к консультациям экспертов и изучению мнения общественности. Всего в рамках противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг Европейской комиссией было принято 15 актов: 7 делегированных регламентов, 7 имплементирующих регламентов и одна имплементирующая директива. Европейская комиссия, имея правотворческую компетенцию, за короткий срок разработала детализированные стандарты в

области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг. На настоящий момент Европейская комиссия реализовала все полномочия, возложенные на нее Регламентом 596/2014 о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг.

12. Важную роль в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг играет Европейский орган по ценным бумагам и рынкам, выполняющий три основные функции:

- разработка технических стандартов, которые в дальнейшем легли в основу делегированных и имплементирующих актов Европейской комиссии в соответствии с Регламентом 596/2014 о рыночных злоупотреблениях. ЕОЦБР косвенно участвует в нормотворческом процессе: разрабатывает проекты актов, уточняя и разъясняя нормы Регламента 596/2014, представляя в адрес Европейской комиссии результат работы;

- составление рекомендаций и руководств ЕОЦБР, адресованных конкретному кругу лиц: национальным уполномоченным органам или эмитентам. Они не носят императивный характер, но нацелены на лучшее понимание норм права ЕС в государствах-членах. ЕОЦБР рассматривает очень конкретные, точечные вопросы, с которыми могут столкнуться финансовые рынки, и предсказывает легальные пути разрешения ситуаций;

- осуществление надзорной функции в случае кризисных ситуаций, координация действий, предпринимаемых надзорными органами по ценным бумагам, принятие чрезвычайных мер.

Все три механизма, реализуемые ЕОЦБР, представляются эффективными, поскольку сконцентрированы на одном органе, который специализируется на финансовых рынках. Деятельность Европейского органа по ценным бумагам и рынкам является практическим инструментом сближения, используемым для продвижения общих подходов и практик на территории всего ЕС.

13. Важным механизмом противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг является судебный механизм. Его реализуют национальные суды государств-членов ЕС, Суд ЕС, а также ЕСПЧ. В данном контексте важно отметить,

что противодействие рыночным злоупотреблениям непосредственное связано с правами человека. Одновременное применение уголовных и административных мер ответственности за злоупотребления на рынке ценных бумаг противоречит общему принципу «non bis in idem» (не быть наказанным дважды за одно правонарушение), ст. 50 Хартии Европейского союза об основных правах, ст. 4 Протокола № 7 Конвенции о защите прав человека и основных свобод. Несмотря на отрицательную реакцию национальных судов, вопрос применения мер административной и уголовной ответственности остается актуальным, поскольку нормы актов ЕС не содержат запрета их одновременного применения.

14. Опыт Европейского союза в области противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг оказался полезен для третьих стран. На примере Швейцарии был проведен сравнительно-правовой анализ, который показал влияние опыта ЕС на швейцарское законодательство. В частности, в результате недавней реформы был ужесточен режим обращения с инсайдерской информацией; расширены: методы манипулирования на рынке ценных бумаг, полномочия Федерального управления по надзору за финансовыми рынками, перечень действий, подпадающих под уголовно наказуемые правонарушения, действие закона по кругу лиц и в пространстве; ужесточены меры уголовной ответственности. Расследование уголовных дел в рамках злоупотреблений на рынке ценных бумаг было передано на федеральный уровень. Ознакомление с опытом ЕС могло бы быть полезным и для других третьих стран и / или интеграционных образований, в частности ЕАЭС.

15. Указанные выше особенности правовых основ, правового регулирования и правовых механизмов противодействия злоупотреблениям на рынке ценных бумаг в ЕС свидетельствуют о построении фундаментальной функциональной системы на уровне ЕС, целью которой по-прежнему является углубление дальнейшей интеграции финансового сектора ЕС и эффективное действие единого внутреннего рынка ЕС.

Список сокращений и условных обозначений

ДЕС	Договор о Европейском союзе
ДФЕС	Договор о функционировании Европейского союза
ЕК	Европейская комиссия
ЕКПЧ	Конвенция о защите прав человека и основных свобод
ЕОЦБР	Европейский орган по ценным бумагам и рынкам
ЕС	Европейский союз
ЕСПЧ	Европейский суд по правам человека
ЕЦБ	Европейский центральный банк
Суд ЕС	Суд Европейского союза

Список литературы

I. Международные договоры

1. Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms 1950 // URL: https://www.echr.coe.int/Documents/Convention_eng.pdf (дата обращения: 12.03.2018).
2. Treaty establishing the European Community (Consolidated version 2002) // Official Journal of European Union. – 2002. – No C 325. – P. 33-184.
3. Treaty of Lisbon amending the Treaty on European Union and the Treaty establishing the European Community, signed at Lisbon, 13 December 2007 // Official Journal of European Union. – 2007. – No C 306. – P. 1-271.
4. Treaty on the Functioning of the European Union (Consolidated version 2007) // Official Journal of European Union. – 2007. – No C 326. – P. 47-390.

II. Нормативно-правовые акты ЕС

5. Charter of Fundamental Rights of the European Union 2012 // Official Journal of European Union. – 2012. – No C 326. – P. 391-407.
6. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/1052 of 8 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the conditions applicable to buy-back programmes and stabilisation measures (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 173. – P. 34-41.
7. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent

authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 88. – P. 1-18.

8. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/908 of 26 February 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council laying down regulatory technical standards on the criteria, the procedure and the requirements for establishing an accepted market practice and the requirements for maintaining it, terminating it or modifying the conditions for its acceptance (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 153. – P. 3–12.

9. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/909 of 1 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the content of notifications to be submitted to competent authorities and the compilation, publication and maintenance of the list of notifications (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 153. – P. 13-22.

10. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/957 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the appropriate arrangements, systems and procedures as well as notification templates to be used for preventing, detecting and reporting abusive practices or suspicious orders or transactions (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 160. – P. 1-14.

11. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the technical arrangements for objective presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy and for disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 160. – P. 15-22.

12. Commission Delegated Regulation (EU) 2016/960 of 17 May 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard

to regulatory technical standards for the appropriate arrangements, systems and procedures for disclosing market participants conducting market soundings (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 160. – P. 29-33.

13. Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 339. – P. 70-72.

14. Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 339. – P. 73-77.

15. Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2004. – No L 162. – P. 70-75.

16. Commission Implementing Directive (EU) 2015/2392 of 17 December 2015 on Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards reporting to competent authorities of actual or potential infringements of that Regulation (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2015. – No L 332. – P. 126-132.

17. Commission Implementing Regulation (EU) 2016/1055 of 29 June 2016 laying down implementing technical standards with regard to the technical means for appropriate public disclosure of inside information and for delaying the public disclosure of inside information in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 173. – P. 47-51.

18. Commission Implementing Regulation (EU) 2016/347 of 10 March 2016 laying

down implementing technical standards with regard to the precise format of insider lists and for updating insider lists in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 65. – P. 49-55.

19. Commission Implementing Regulation (EU) 2016/378 of 11 March 2016 laying down implementing technical standards with regard to the timing, format and template of the submission of notifications to competent authorities according to Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 72. – P. 1-12.

20. Commission Implementing Regulation (EU) 2016/523 of 10 March 2016 laying down implementing technical standards with regard to the format and template for notification and public disclosure of managers' transactions in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 88. – P. 19-22.

21. Commission Implementing Regulation (EU) 2016/959 of 17 May 2016 laying down implementing technical standards for market soundings with regard to the systems and notification templates to be used by disclosing market participants and the format of the records in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2016. – No L 160. – P. 23-28.

22. Commission Implementing Regulation (EU) 2017/1158 of 29 June 2017 laying down implementing technical standards with regards to the procedures and forms for competent authorities exchanging information with the European Securities Market Authority as referred to in Article 33 of Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2017. – No L 167. – P. 22-30.

23. Commission Implementing Regulation (EU) 2018/292 of 26 February 2018 laying down implementing technical standards with regard to procedures and forms for exchange of information and assistance between competent authorities according to Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council on market

abuse (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2018. – No L 55. – P. 34-49.

24. Commission Regulation (EC) 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2003. – No L 336. – P. 33-38.

25. Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of // Official Journal of European Union. – 1988. – No L 348. – P. 62-65.

26. Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public // Official Journal of European Union. – 1989. – No L 124. – P. 8-15.

27. Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing // Official Journal of European Union. – 1989. – No L 334. – P. 30-32.

28. Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field // Official Journal of European Union. – 1993. – No L 141. – P. 27-46.

29. Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions // Official Journal of European Union. – 1993. – No L 141. – P. 1-26.

30. Directive 2001/37/EC of the European Parliament and of the Council of 5 June 2001 on the approximation of the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning the manufacture, presentation and sale of tobacco products // Official Journal of European Union. – 2001. – No L 194. – P. 26-34.

31. 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 of European Union. – 2003. – No L 96. – P. 16-25.

32. 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 of European Union. – 2003. – No L 345. – P. 64-89.

33. Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation 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 of European Union. – 2004. – No L 390. – P. 38-57.

34. 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 of European Union. – 2004. – No L 145. – P. 1-44.

35. Directive 2008/99/EC of the European Parliament and of the Council of 19 November 2008 on the protection of the environment through criminal law (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2008. – No L 328. – P. 28–37.

36. Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 179-189.

37. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 349-496.

38. Directive 98/43/EC of the European Parliament and of the Council of 6 July 1998 on the approximation of the laws, regulations and administrative provisions of the Member States relating to the advertising and sponsorship of tobacco products // Official Journal of European Union. – 1998. – No L 213. – P. 9-12.

39. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 84–148.

40. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 173. – P. 1-61.

41. Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2012. – No L 201. – P. 1-59.

42. Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012 (Text with EEA relevance) // Official Journal of European Union. – 2014. – No L 257. – P. 1-72.

43. Regulation 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 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC // Official Journal of European Union. – 2010. – No L 331. – P. 84–119.

44. Second Council Directive 89/646/EEC of 15 December 1989 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions and amending Directive 77/780/EEC // Official Journal of European Union. – 1989. – No L 386. – P. 1-13.

45. Single European Act 1987 // Official Journal of European Union. – 1987. – No L 169. – P. 1–28.

III. Акты и материалы институтов, органов и комитетов ЕС

46. Amended proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation 25 July 2012 // URL:

http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52012PC0420 (дата обращения: 02.11.2017).

47. Amended proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal measures aimed at ensuring the enforcement of intellectual property rights 26 April 2006 // URL: https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM%3A2006%3A0168%3AFIN%3AEN%3AHTML (дата обращения: 10.10.2017).

48. Amended proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) 25 July 2012 // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52012PC0421 (дата обращения: 02.11.2017).

49. Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR 2017 // URL: https://www.esma.europa.eu/document/annual-report-administrative-and-criminal-sanctions-and-other-administrative-measures-under (дата обращения 12.12.2018).

50. Call for evidence of the Commission. Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive) // URL: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

51. CESR guidance on the EC Market Abuse Directive. The Committee of European Securities Regulators, 2004 // URL: http://www.esma.europa.eu/system/files/04_505b.pdf (дата обращения: 15.02.2017).

52. Commission Recommendation 77/534/EEC of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31977H0534 (дата обращения: 20.10.2017).

53. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Towards an EU Criminal Policy: Ensuring the effective implementation of EU policies through

criminal law 20 September 2011 // URL: http://ec.europa.eu/justice/criminal/files/act_en.pdf (дата обращения: 12.11.2017).

54. Consultation Paper Draft technical standards on the Market Abuse Regulation 15 July 2014 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014-809_consultation_paper_on_mar_draft_technical_standards.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

55. Consultation Paper ESMA's draft technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation 11 July 2014 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014-808_consultation_paper_u_on_mar_draft_technical_advice_0.pdf (дата обращения: 11.04.2018).

56. ESMA Strategic Orientation 2016-2020 // URL**:** https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-935_esma_strategic_orientation_2016-2020.pdf (дата обращения: 11.04.2018).

57. ESME Report. Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation, 2007 // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

58. EU Commission Conference on the Market Abuse Directive (MAD). Summary of discussion. Brussels, 12 November 2008 // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/abuse/summary_confernce_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

59. European Commission Memo. Market abuse: Justice Ministers agree Commission proposals on criminal sanctions 7 December 2012 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-963_en.htm?locale=en (дата обращения: 02.11.2017).

60. European Commission Memo. Statement by Commissioner Michel Barnier on the endorsement by the European Parliament of the political agreement on new European rules for market abuse 10 September 2013 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-773_en.htm?locale=en (дата обращения: 02.11.2017).

61. European Commission Memo. Statement by Vice-President Reding and Commissioner Barnier on European Parliament's vote to approve criminal sanctions for market abuse directive 4 February 2014 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-77_en.htm?locale=en (дата обращения: 02.11.2017).

62. European Commission Press release «Libor scandal: Commission proposes EU-wide action to fight rate-fixing» 25 July 2012 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-846_en.htm?locale=en (дата обращения: 12.11.2017).

63. European Commission Press release «New EU rules to fight insider dealing and market manipulation in Europe's financial markets take effect» 1 July 2016 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-2352_en.htm?locale=EN (дата обращения: 02.11.2017).

64. European Commission Press release «Securities markets: Commission welcomes Council's adoption of Market Abuse Directive» 3 December 2002 // URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-02-1789_en.htm?locale=ru (дата обращения: 10.10.2017).

65. Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation 28 September 2015 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

66. Final Report ESMA’s technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation 3 February 2015 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-224.pdf (дата обращения: 11.04.2018).

67. Financial Services Action Plan 1999 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM%3Al24210 (дата обращения –10.10.2017).

68. Formal mandate of the Committee of Wise Men 2001 // URL: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/mandate_en.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

69. Guidelines compliance table MAR – delay in the disclosure of inside information 31 January 2018 (ESMA/2016/1478) // URL:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-67_compliance_table_-_guidelines_on_mar_guidelines_on_delay_in_the_disclosure_of_inside_information.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

70. Guidelines compliance table MAR – for persons receiving market soundings 31 January 2018 (ESMA/2016/1477) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-66_compliance_table_-_guidelines_on_mar_guidelines_on_market_soundings.pdf (дата обращения: 12.11.2017).

71. Guidelines compliance table MAR - information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity derivatives 31 January 2018 (ESMA/2016/1480) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-153_compliance_table_-_mar_guidelines_on_commodities.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

72. Impact assessment. Commission staff working paper accompanying the document: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation 20 October 2011 // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011SC1217&from=EN (дата обращения: 12.11.2017).

73. List of the national competent authorities designated by the EU member states under article 22 of Regulation (EU) no. 596/2014 on Market Abuse // URL: https://ec.europa.eu/info/system/files/mar-2014-596-art-22-list_en.pdf (дата обращения –10.10.2017).

74. MAR Guidelines - Delay in the disclosure of inside information 20 October 2016 (ESMA/2016/1478) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1478_mar_guidelines_-_legitimate_interests.pdf (дата обращения: 12.11.2017).

75. MAR Guidelines - Information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity derivatives 17 January 2017 (ESMA/2016/1480) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1480_mar_guidelines_on_commodity_derivatives.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

76. MAR Guidelines – Persons receiving market soundings 10 November 2016 (ESMA/2016/147) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1477_mar_guidelines_-_market_soundings.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

77. Market Abuse Directive Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, May 2005 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

78. Market Abuse Directive Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007 // URL: http://www.cesr-eu.org/data/document/06_562b.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

79. Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, May 2009 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_219.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

80. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the protection of the environment through criminal law 9 February 2007 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2007:0051:FIN (дата обращения: 10.10.2017).

81. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2005/35/EC on ship source pollution and on the introduction of penalties for infringements 11 March 2008 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A52008PC0134 (дата обращения: 10.10.2017).

82. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council providing for sanctions against employers of illegally staying third-country nationals 16 May 2007

// URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52007PC0249 (дата обращения: 10.10.2017).

83. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) 28 August 2001 // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52001PC0281 (дата обращения: 10.10.2017).

84. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation 20 October 2011 // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011PC0654 (дата обращения: 02.11.2017).

85. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) 20 October 2011 // URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011PC0651 (дата обращения: 02.11.2017).

86. Public Consultation on a revision of the Market abuse directive (MAD) 25 June 2010 // URL: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mad/docs/consultation_paper_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

87. Public Hearing on the revision of the Market Abuse Directive 2010 // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/transparency/hearing20100702/programme_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

88. Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR) (ESMA70-145-111, Version 12, Last updated on 1 October 2018) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

89. Questions and Answers on the Market Abuse Regulation 13 July 2016 (ESMA/2016/1129) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1129_mar_qa.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

90. Questions and Answers on the Market Abuse Regulation 26 October 2016 (ESMA/2016/1520) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1520_mar_qa.pdf.

91. Report of the High-level group on financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosiere 25 February 2009 // URL: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

92. Request to ESMA for technical advice on implementing acts concerning the regulation on insider dealing and market manipulation (market abuse) 28 May 2014 // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/abuse/140528-esma-mandate_en.pdf (дата обращения: 02.11.2017).

93. Request to ESMA for technical advice on implementing acts concerning the regulation on insider dealing and market manipulation (market abuse) 08 October 2013 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/ec_mandate_to_esma_mar-l2_211021_doc.pdf (дата обращения: 11.04.2018).

94. Rules of procedure on breach of Union law investigations 2012 (ESMA/2012/BS/87rev) // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/rules_of_procedure_on_breach_of_union_law_investigations.pdf (дата обращения –10.10.2017).

95. Technical standards under Regulation (EU) № 596/2014 (MAR) // URL: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/abuse/its-rts-overview-table_en.pdf (дата обращения: 02.04.2018).

96. The Committee of European Securities Regulators. Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD) 17 October 2007 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_693_u_2_.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

IV. Нормативно-правовые акты отдельных государств

На русском языке

97. Федеральный закон от 27 июля 2010 г. N 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Российская газета – Федеральный выпуск № 5247 (168) от 30 июля 2010 г. – Полоса 7.

На иностранных языках

98. Code monétaire et financier (Version consolidée au 18 septembre 2017) // URL: https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=06EC9F4C6C3ED131149D7D4BD2353052.tpdila18v_3?idSectionTA=LEGISCTA000006170504&cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20160928 (дата обращения: 10.03.2018).

99. Code pénal Suisse du 21 décembre 1937 (Etat le 1er mai 2013) // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/19370083/201305010000/311.0.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

100. Financial Services and Markets Act 2000 // URL: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/118C (дата обращения: 10.03.2018).

101. Legislative Decree № 58 of 24 February 1998 (Consolidated Law on Finance pursuant to Articles 8 and 21 of Law № 52 of 6 February 1996, version of 3 January 2018) // URL: http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm (дата обращения: 25.01.2018).

102. Loi fédérale sur la procédure administrative du 20 décembre 1968 (Etat le 1er janvier 2017) // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/19680294/201701010000/172.021.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

103. Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM), modification du 28 septembre 2012 // URL:

https://www.admin.ch/opc/fr/official-compilation/2013/1103.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

104. Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 19 juin 2015 (Etat le 1er janvier 2016) // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/20141779/201601010000/958.1.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

105. Loi № 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière // URL: https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000428977&dateTexte=&categorieLien=id (дата обращения: 10.10.2017).

106. Loi № 2016-819 du 21 juin 2016 // URL: https://www.legifrance.gouv.fr/eli/loi/2016/6/21/FCPX1608600L/jo/texte (дата обращения: 25.01.2018).

107. Loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 22 juin 2007 (Etat le 1er janvier 2016) // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/20052624/201601010000/956.1.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

108. Ordonnance № 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse (en redaction de la Loi № 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) // URL: https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexteArticle.do;jsessionid=06EC9F4C6C3ED131149D7D4BD2353052.tpdila18v_3?idArticle=LEGIARTI000006778316&cidTexte=JORFTEXT000000698676&categorieLien=id&dateTexte=20030801 (дата обращения: 10.10.2017).

109. Securities Trading Act (As published in the announcement of 09 September 1998 (Federal Law Gazette I, p.2708), last amended by Article 3 of the Act of 22 June 2011 (Federal Law Gazette I, p. 1126)) // URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG_en.html?nn=7858846#doc7856864bodyText19 (дата обращения: 15.03.2018).

V. Акты и материалы государственных органов отдельных государств

110. Décision n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015. M. John L. et autres [Cumul des poursuites pour délit d'initié et des poursuites pour manquement d'initié] // URL: https://www.conseil-constitutionnel.fr/decision/2015/2014453_454QPCet2015462QPC.htm (дата обращения: 25.01.2018).

111. Décision n° 89-260 DC du 28 juillet 1989. Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier // URL: https://www.conseil-constitutionnel.fr/decision/1989/89260DC.htm (дата обращения: 25.01.2018).

112. FINMA Annual Report 2016 // URL: https://www.finma.ch/en/news/2017/04/20170404-mm-jmk/ (дата обращения: 10.04.2018).

113. Message concernant la loi sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 septembre 2014 // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/federal-gazette/2014/7235.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

114. Message relatif à la modification de la loi sur les bourses (Délits boursiers et abus de marché) du 31 août 2011 // URL: https://www.admin.ch/opc/fr/federal-gazette/2011/6329.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

115. Rapport explicatif concernant la révision de l'ordonnance sur les bourses du 10 avril 2013 // URL: http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/4098/%24FILE/dis4098.pdf (дата обращения: 10.04.2018).

VI. Судебная практика

116. Affaire Grande Stevens et autres c. Italie (4 mars 2014) // URL: https://hudoc.echr.coe.int/eng#{"itemid":["001-141370"]} (дата обращения: 25.01.2018).

117. BVerfG, Judgment of the Second Senate of 30 June 2009 - 2 BvE 2/08 - paras. (1-421) // URL: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2009/06/es20090630_2bve000208en.html (дата обращения: 12.04.2018).

118. Case C-19/11, Markus Geltl v Daimler AG, 28 June 2012 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=124466&doclang=EN (дата обращения: 12.03.2018).

119. Case C-210/03, Swedish Match, 14 December 2004 // URL: http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=49760&pageIndex=0&doclang=EN&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=359699 (дата обращения: 12.03.2018).

120. Case C-236/06, Commission of the European Communities v Grand-Duchy of Luxembourg, 24 May 2006 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=insider&docid=56262&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=408712#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

121. Case C-248/11, Reference for a preliminary ruling: Curtea de Apel Cluj (Romania), 22 March 2012 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=120763&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=431868 (дата обращения: 20.01.2017).

122. Case C-28/99, Reference for a preliminary ruling: Rechtbank van Eerste Aanleg te Gent, Belgium, 3 May 2001 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=insider&docid=46324&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=408712#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

123. Case C-376/98, Federal Republic of Germany v European Parliament and Council of the European Union, 5 October 2000 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A61998CJ0376 (дата обращения: 12.04.2018).

124. Case C-384/02, Reference for a preliminary ruling: Københavns Byret – Denmark, 22 November 2005 // URL:

http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf;jsessionid=9ea7d0f130dafbab15dcb06143ada153b16423eea0ef.e34KaxiLc3eQc40LaxqMbN4Pb3mRe0?text=&docid=56135&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=107137 (дата обращения: 12.04.2018).

125. Case C-391/04, Reference for a preliminary ruling: Simvoulio tis Epikratias (Greece), 10 May 2007 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=insider&docid=63405&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=408712#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

126. Case C-434/02, Arnold André GmbH & Co. KG v Landrat des Kreises Herford, 14 December 2004 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=ecli:ECLI:EU:C:2004:800 (дата обращения: 12.03.2018).

127. Case C-445/09, Reference for a preliminary ruling: the College van Beroep voor het bedrijfsleven, 7 July 2011 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=107264&pageIndex=0&doclang=EN&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=431184 (дата обращения: 12.04.2018).

128. Case C-45/08, Reference for a preliminary ruling: the Hof van beroep te Brussel, Belgium, 23 December 2009 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=MARKET%2BMANIPULATION&docid=75048&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=407382#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

129. Case C-491/01, The Queen v Secretary of State for Health, ex parte British American Tobacco (Investments) Ltd and Imperial Tobacco Ltd, 10 December 2002 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=ecli:ECLI:EU:C:2002:741 (дата обращения: 12.03.2018).

130. Case C-537/16, Reference for a preliminary ruling: Corte suprema di cassazione (Court of Cassation, Italy), 20 March 2018 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=market%2Babuse&docid=2004

02&pageIndex=0&doclang=EN&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=397724#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

131. Case C-599/17, European Commission v Kingdom of Spain, 16 October 2017 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=market%2Babuse&docid=198252&pageIndex=0&doclang=EN&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=397724#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

132. Case C-628/13, Reference for a preliminary ruling: Cour de cassation — France, 11 March 2015 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=MARKET%2BMANIPULATION&docid=163730&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=402016#ctx1(дата обращения: 12.04.2018).

133. Case C-8/18, Request for a preliminary ruling: Vilniaus apygardos teismas (Lithuania), 3 January 2018 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=MARKET%2BMANIPULATION&docid=201580&pageIndex=0&doclang=EN&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=402016#ctx1(дата обращения: 12.04.2018).

134. Case T-18/10, Inuit Tapiriit Kanatami and Others v European Parliament and Council of the European Union, 3 October 2013 // URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62011CJ0583 (дата обращения: 12.03.2018).

135. Case T-395/13, Samuli Miettinen v Council of the European Union, September 18 2015, URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=168066&pageIndex=0&doclang=EN&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=117122 (дата обращения: 12.04.2018).

136. Joined Cases C-596/16 and C-597/16, References for a preliminary ruling: Corte suprema di cassazione (Court of Cassation, Italy), 20 March 2018 // URL: http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=market%2Babuse&docid=201893&pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=397724#ctx1 (дата обращения: 12.04.2018).

137. Opinion of Advocate General Geelhoed, 7 September 2004, Cases C-434/02 and C-210/03 // URL: http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=49462&doclang=EN (дата обращения: 12.04.2018).

VII. Статьи в периодических и иных изданиях

На русском языке

138. Антонов Ю. И. Некоторые проблемные аспекты принципа справедливости в российском уголовном праве // Российское правосудие. – 2016. – № 12. – С. 78-88.

139. Антонова Ж. Д. Правосознание в механизме судебной защиты прав и свобод граждан // Теория и практика общественного развития. – 2015. – №6. – С. 86-88.

140. Ахмадуллина А. Ф. Анализ легальной дефиниции «инсайдерская информация»: теоретико-правовые и практические проблемы // Информационное право. – 2014. – № 4. – С. 24-28.

141. Ахмадуллина А. Ф. Проявление форм межотраслевых связей в элементах правового механизма противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации // Экономика. Предпринимательство. Окружающая среда. – 2014. – № 3 (59). – С. 18-26.

142. Ахмедов Т. Ч. Понятие инсайдерской информации // Вестник Санкт-Петербургского университета МВД России. – 2013. – №2 (58). – С. 127-130.

143. Базедов Ю. Европейский суд и частное право: неопределенность, общие принципы и архитектура европейской судебной системы // Право. Журнал Высшей школы экономики. – 2012. – № 3. – С. 116–142.

144. Бачурин Д. Г. Правовой механизм как методологический каркас описания юридического воздействия налогообложения добавленной стоимости // Правовая политика и правовая жизнь. – 2017. – № 3. – С. 44-49.

145. Беломытцева О. С., Супис И. П. Организация противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в

Российской Федерации // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского Института Бизнеса. – 2016. – № 3 (36). – С. 238-244.

146. Беляева Г. С. Правовой механизм: к вопросу об определении понятия и установлении признаков // Административное и муниципальное право. – 2016. – № 2. – С. 169-177.

147. Блинов А. Г. Понятие уголовно-правового механизма и его назначение // Современное право. – 2012. – № 11. – С. 98-103.

148. Бугаева А. С. Роль Европейского парламента и Совета ЕС в законодательном процессе ЕС // Труды Оренбургского института (филиала) МГЮА. – 2016. – № 30. – С. 10-14.

149. Бугаева А. С. Роль Европейской комиссии в ходе правотворческой и правоприменительной деятельности Европейского союза // Труды Оренбургского института (филиала) МГЮА. – 2011. – № 13. – С. 177-183.

150. Веденеев В. С., Бычков И. В. Средства поиска инсайдеров в корпоративных информационных системах // Безопасность информационных технологий. – 2014. – № 1. – С. 9-13.

151. Вожакин Т. А. Опыт правового регулирования инсайдерской информации // Вестник УрФО. Безопасность в информационной сфере. – 2016. – №2. – С. 25-30.

152. Волеводз А. Г. Правовые основы борьбы с экономическим мошенничеством в Европейском союзе // Уголовное право. – 2008. – №6. – С. 77-83.

153. Гончаренко А. И. Принцип non bis in idem в уголовном праве // Теория и практика общественного развития. – 2014. – № 5. – С. 232-234.

154. Данисевич А. Н. Международные и национальные подходы в области противодействия манипулированию рынком ценных бумаг // Проблемы укрепления законности и правопорядка: наука, практика, тенденции. – 2013. – №6. – С. 339-347.

155. Дмитриева Ю. В. Интеграция финансов на европейском пространстве: урок, или пример, для российской действительности // Евразийская интеграция: экономика, право, политика. – 2011. – № 9. – С. 71-78.

156. Исполинов А. С. Прецедент в практике Суда Европейского Союза // Международное правосудие. – 2016. – № 3. – С. 64–77.

157. Касьянов Р. А. Европейский Союз готов пересечь Рубикон, или новый этап развития правового регулирования в области борьбы с рыночными злоупотреблениями // Российский юридический журнал. – 2014. – №5(98). – С. 78-88.

158. Касьянов Р. А. Основные инициативы Евросоюза в борьбе с рыночными злоупотреблениями (2003– 2014 гг.) // Вестник МГИМО-Университета. – 2014. – № 4 (37). – С. 244-252.

159. Касьянов Р. А. Совершенствование правового регулирования сферы финансовых услуг в Европейском союзе // Право и управление. XXI век. – 2014. – № 3. – С. 19-24.

160. Касьянов Р. А. Совершенствование правовых норм как следствие манипулирования ставкой LIBOR // Московский журнал международного права. – 2014. – № 2. – С. 133-142.

161. Кашкин С. Ю. Лиссабонский договор – новый этап развития права Европейского Союза // Государство и право. – 2008. – № 9. – С. 59-66.

162. Климек Л. Эффективное применение санкций за злоупотребления на рынке в европейском союзе: введение уголовно-правовых санкций (перевод – Нагорная И. И.) // Государство и право. – 2015. – №1. – С. 155-159.

163. Колос Д. Г. Предметная компетенция Европейского союза // Беларусь в современном мире : материалы XV Междунар. науч. конф., посвящ. 95-летию образования Белорус. гос. ун-та. – Минск. – 2016. – С. 88-89.

164. Кузьмин И. А. Доктринальные и праксеологические основы понимания общетеоретической категории «Правовой механизм» // Юридическая наука и практика: Вестник Нижегородской академии МВД России. –2017. – №4 (40). – С. 16-20.

165. Лабин Д. К., Ретюнский В. С. «Брэкзит» и его последствия для международных инвестиционных и торговых договоров Великобритании // Московский журнал международного права. – 2017. – № 1. – С. 41-49.

166. Лабин Д. К., Соловьева А. В. О месте международного инвестиционного права в системе международного права // Московский журнал международного права. – 2017. – № 3. – С. 40-51.

167. Лапшин В. Ф. Ответственность за совершение финансовых преступлений по праву Евросоюза и некоторых государств-членов ЕС // Библиотека криминалиста. Научный журнал. – 2014. – № 6 (17). – С. 323-327.

168. Майоров В. И., Якупов В. Р. Инсайдерская информация: определение понятия // Вестник УрФО. Безопасность в информационной сфере. – 2012. – №3-4. – С. 4-10.

169. Максимова Е. А. Численное прогнозирование инсайдерских атак / Е. А. Максимова, Е. А. Витенбург, В. В. Богданов // Информационное противодействие угрозам терроризма: электрон. науч.-практ. журн. – 2015. – № 25 (т. 3). – С. 229–235.

170. Мамочка Е. А. Инсайдерская информация: понятие, признаки, проблемы // Территория новых возможностей. Вестник ВГУЭС. – 2016. – № 2. – С. 90-99.

171. Мещерякова О. М. Суверенитет и финансовая политика Европейского союза // Черные дыры в Российском законодательстве. – 2016. – № 1. – С. 102-104.

172. Мусаев М. А. Место правового гуманизма в структуре защиты и реализации прав и свобод человека и гражданина // Юридическая наука: история и современность. – 2016. - № 6. – С. 48-57.

173. Пименова О. И. Субсидиарность как принцип реализации совместной компетенции Европейского союза и его государств-членов: на примере налогового законодательного регулирования // Журнал зарубежного законодательства и сравнительного правоведения. – 2013. – № 2. – С. 287-297.

174. Пименова О. И. Субсидиарность как принцип реализации совместной компетенции: опыт Европейского союза и перспективы его адаптации в российской системе разграничения предметов ведения и полномочий (компетенции) // Государство и право. – 2013. – № 6. – С. 86-94.

175. Смирнов П. А., Четвертакова Е. Ю., Щерба С. П. Non bis in idem - алмаз, нуждающийся в огранке // Вестник Академии Генеральной прокуратуры

Российской Федерации. - М.: Акад. Ген. прокуратуры РФ. – 2014. – № 5 (43). – С. 77-82.

176. Удодова М. А. Категории «механизм», «правовой механизм» и системное изучение юридической действительности // Право и государство : теория и практика. – 2016. – № 6. – С. 20-24.

177. Худякова Л. С., Сидорова Е. А. Реформа регулирования финансового сектора в Европейском союзе // Деньги и кредит. – 2014. – № 4. – С. 28-34.

178. Шундиков К. В. Правовые механизмы: основы теории // Государство и право. – 2006. – № 12. – С. 12-21.

179. Энтин Л. М. Лиссабонский договор и реформа правовой системы ЕС: квалификационные особенности и управление развитием // Право и управление. XXI век. – 2012. – № 2. – С. 25-31.

180. Энтин М. Л. Влияние права прав человека на прогрессивное развитие современного международного права. Часть I / М. Л. Энтин // Московский журнал международного права. — 2017. — №2. — С. 29-44.

181. Энтин М. Л. Влияние права прав человека на прогрессивное развитие современного международного права. Часть II / М. Л. Энтин, Е. Г. Энтина // Московский журнал международного права. – 2017. – №4. — С. 31-49.

На иностранных языках

182. Ahern K. R. Evidence from Illegal Insider Trading Tips // Marshall School of Business, University of Southern California. – 2014. – 83 p. // URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2511068 (дата обращения: 10.10.2017).

183. Astrid E., Benedikt P. The Integration of Switzerland into the Framework of EU Law by Means of the Bilateral Agreements // The Rising Complexity of European Law. – 2014. – p. 39-66.

184. Austin J. Unusual Trade or Market Manipulation? How Market Abuse is Detected by Securities Regulators, Trading Venues and Self-Regulatory Organizations // Journal of Financial Regulation. – 2015. – Vol. 1. – No. 2. – P. 263–283.

185. Barnes P. Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation // Accounting History. – 2014. – Vol. 19. – No 4. – P. 563-564.

186. Busch D., Van Rijn Mirik B. J. Towards Single Supervision and Resolution of Systemically Important Non-Bank Financial Institutions in the European Union // European Business Organization Law Review. – 2018. – Vol. 19. – No 2, P. 301–363.

187. Cathcart B. The Rothschild Libel: Why has it taken 200 years for an anti-Semitic slur that emerged from the Battle of Waterloo to be dismissed? (3 May 2015) // URL: http://www.independent.co.uk/news/uk/home-news/the-rothschild-libel-why-has-it-taken-200-years-for-an-anti-semitic-slur-that-emerged-from-the-10216101.html (дата обращения: 10.10.2017).

188. Ćemalović U. Framework for the approximation of national legal systems with the European Union's acquis: from a vague definition to jurisprudential implementation // Croatian Yearbook of European Law and Policy. – 2015. – Vol. 11. – P. 241-258.

189. Christensen H. B., Hail L., Leuz C. Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement // Review of Financial Studies. – 2016. – Vol. 29. – No 11. – P. 2885-2924.

190. Craig P. Delegated Acts, Implementing Acts and the New Comitology Regulation // European Law Revie. – 2011. – Vol. 36. – No 5. – P. 671-688.

191. Cumming D. J., Groh A. P., Johan S. Same Rules, Different Enforcement: Market Abuse in Europe // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. – 2018. – Vol. 54. – P. 130-151.

192. De Jong B. J. Can Fluctuations in Prices or Volumes of a Security Trigger a Duty for Listed Companies to Disclose Inside Information? // European Business Organization Law Review. – 2016. – Vol. 17. – No 4. – P. 523-539.

193. Di Noia C., Gargantini M. The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions // European Company and Financial Law Review. – 2012. – Vol. 9. – No 4. – P. 484–529.

194. Duncan A. The Lamfalussy Process and EU Bank Regulation: Another Step on the Road to Pan-European Bank Regulation? // Annual Review of Banking & Finance Law. – 2006. – Vol. 25. – P. 389-442.

195. Engle E. Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison // European Business Law Review. – 2010. – Vol. 26. – P. 465-490.

196. Enriques L, Gatti M. Is there a uniform EU Securities law after the Financial Services Action Plan? // Stanford Journal of Law, Business & Finance. – 2008. – Vol. 14. – No 1. – P. 43-82.

197. Faure M. G., Leger C. The Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: A Move towards Harmonizing Inside Trading Criminal Law at the EU Level? // Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law. – 2015. – Vol. 9. – No 2. – P. 387-427.

198. Fischel D., Ross D. Should the law prohibit manipulation in financial markets? // Harvard Law Review. – 1991. – No 105. – P. 530-532.

199. Fischer-Appelt D. The European Securities and Markets Authority: the beginnings of a powerful European securities authority? // Law and Financial Markets Review. – 2011. – Vol. 5. – No 1. – P. 21-32.

200. Gijs Jan B., Jens B.-H. Controlling delegated powers in the post-Lisbon European Union // Journal of European Public Policy. – 2016. – Vol. 23. – No 4. – P. 531-549.

201. Gilotta S. Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis // European Business Organization Law Review. – 2012. – Vol. 13. – No 1. – P. 45-88.

202. Groussot X., Minssen T. Res Judicata in the Court of Justice Case-Law: Balancing Legal Certainty with Legality // European Constitutional Law Review. – 2007. – Vol. 3. – No 3. – P. 385-417.

203. Howell E. The evolution of ESMA and direct supervision: Are there implications for EU supervisory governance? // Common Market Law Review. – 2017. – Vol. 54. – No 4. – P. 1027–1057.

204. Kern A., A review of Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse by Paul Barnes // King's Law Journal. – 2009. – Vol. 20. – No 3. – P. 547-552.

205. Kern A., Maly V. The new EU market abuse regime and the derivatives markets // Law and Financial Markets Review. – 2015. – Vol. 9. – No 4. – P. 243-250.

206. Klöhn L. Inside Information Without an Incentive to Trade? What's at Stake in 'Lafonta v. AMF' (April 25, 2014) // Humboldt University of Berlin - Faculty of Law. – 2014. – 24 p. URL: https://ssrn.com/abstract=2429513 (дата обращения: 02.11.2017).

207. Krause H., Brellochs M. Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v Daimler—A comparative analysis of the ECJ decision in the Geltl v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation // Capital Markets Law Journal. – 2013. – Vol. 8. – No 3. – P. 283–299.

208. Kumm M. Constitutionalising Subsidiarity in Integrated Markets: The Case of Tobacco Regulation in the European Union // European Law Journal. – 2006. – Vol. 12. – No 4. – P. 503-533.

209. Labin D.K., Soloveva A.V. International investment law as international law: Russian and Western approaches // American Journal of International Law. – 2018. – Vol. 112. – P. 202-206.

210. Lachat A. H. The economics behind market abuse and a comparative analysis of the legal framework in Switzerland and the EU. – 2009. – 93 p.

211. Lock T. The Future Relationship between the Two European Courts // The Law and Practice of International Courts and Tribunals. – 2009. – Vol. 8. – P. 375-398.

212. Luca E., Matteo G. Is there a uniform EU Securities law after the Financial Services Action Plan? // Stanford Journal of Law, Business & Finance. – 2008. – Vol. 14. – № 1. – P. 43-82.

213. Luchtman M., Vervaele J. Enforcing the Market Abuse Regime: Towards an Integrated Model of Criminal and Administrative Law Enforcement in the European Union? // New Journal of European Criminal Law. – 2014. – Vol. 5. – No. 2. – P. 192 – 220.

214. McConnell P. J. LIBOR Manipulation: Operational Risks Resulting from Brokers' Misbehavior // Journal of Operational Risk. – 2013. –Vol. 8. – No 3. – P. 59-99.

215. Miglietti M. The first exercise of article 83(2) TFEU under review : an assessment of the essential need of introducing criminal sanctions // New Journal of European Criminal Law. – 2014. – Vol. 5. – No 1. – P. 5-25.

216. Möllers T. M. J. Sources of Law in European Securities Regulation Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to de Larosiere // European Business Organization Law Review II. – 2015. – Vol. 11. – No 3. – P. 379-407.

217. Moloney N. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-making // European Business Organization Law Review. – 2011. – Vol. 12. – No 1. – P. 41-86.

218. Moloney N. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (2) Rules in Action // European Business Organization Law Review. – 2011. – Vol. 12. – No 2. – P. 177-225.

219. Morajane T. C. R What Constitutes 'Inside Information' for Purposes of Insider Trading?: Zietsman v Directorate of Market Abuse // Journal of Contemporary Roman-Dutch Law. – 2017. – Vol. 80. – No 1. – P. 506-523.

220. Nelemans M. Redefining Trade-Based Market Manipulation // Valparaiso University Law Review. – 2008. – Vol. 42. – No 4. – P. 1169-1220.

221. Pelizzon L., Sartore D. Deciphering the Libor and Euribor Spreads during the subprime crisis // North American Journal of Economics and Finance. – 2013. – No 26. – P. 565-585.

222. Putninës̆ T. J. Market manipulation: a survey. Stockholm School of Economics in Riga // Journal of Economic Surveys. – 2012. – Vol. 26. – No 5. – P. 952-967.

223. Response to Internal Market Synoptic review. Article 114 TFEU - an expanding Legal Basis?. The General Council of the Bar of England and Wales // URL: https://www.barcouncil.org.uk/media/207724/bar_council_of_ew_internal_market_synoptic_review_-__the_expansion_of_article_114_legal_basis.pdf (дата обращения: 10.10.2017).

224. Samuli M. Criminal competence and the choice of legal basis: space in the margins? // European Criminal Law Review. – 2015. – Vol. 5. – No 2. – P. 222-242.

225. Shahzad K., Mertens G. The European Market Abuse Directive: Has it Worked? // Journal of International Financial Management & Accounting. – 2017. – Vol. 28. – No 1. – P. 1-43.

226. Siems M., Nelemans M. The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution? // The Maastricht Journal of European and Comparative Law. – 2012. – Vol. 19. – P. 195-205.

227. Slater D. The scope of EC harmonising powers revisited? // German Law Journal. – 2003. – Vol. 04. – No. 2. – P. 137-147.

228. Smith H. Market abuse update // Law and Financial Markets Review. – 2012. – Vol. 6. – No 1. – P. 68-77.

229. Veil R., Koch P. Towards a Uniform European Capital Markets Law: Proposals of the Commission to Reform Market Abuse // Bucerius Law School Working Paper № 1/2012. – 25 p. // URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1998376 (дата обращения: 02.11.2017).

230. Ventoruzzo M. Do Market Abuse Rules Violate Human Rights? The Grande Stevens v. Italy Case (October 1, 2014) // European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 269/2014; Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2517760. URL: https://ssrn.com/abstract=2517760.

231. Ventoruzzo M. When Market Abuse Rules Violate Human Rights: Grande Stevens v. Italy and the Different Approaches to Double Jeopardy in Europe and the US // European Business Organization Law Review. – 2015. – Vol. 16. – No 1. – P. 145-165.

232. Weinzierl J., Weissenmayer J. News from Minimum Harmonisation: How the Tobacco Advertising Cases Shape the Law of the Internal Market (4 October 2016) // URL: https://europeanlawblog.eu/2016/10/04/news-from-minimum-harmonisation-how-the-tobacco-advertising-cases-shape-the-law-of-the-internal-market/ (дата обращения: 10.10.2017).

233. Wyatt D. Community Competence to Regulate the Internal Market. Working Paper No 9/2007 // University of Oxford Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series. – 2007. – 47 p.

VIII. Диссертации

234. Бартенев С. А. Разграничение компетенции между Европейским Союзом и государствами-членами : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Бартенев Сергей Александрович. – М., 2008. – 225 с.

235. Некрасов А. И. Правовое регулирование финансовых услуг в Европейском Союзе : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Некрасов Андрей Игоревич. – М., 2012. – 232 с.

236. Пазына Е. О. Правовые основы бюджета и бюджетного процесса Европейского Союза : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Пазына Евгений Олегович. – М., 2010. – 213 с.

237. Стельникова Н. А. Делегированное законодательство в системе европейского права: теоретико-правовые вопросы : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.01 / Стельникова Наталия Алексеевна. – М., 2016. – 210 с.

238. Четвериков А. О. Правовое регулирование либерализации трансграничных отношений: опыт Европейского Союза : дис. ... д-ра. юрид. наук : 12.00.10 / Четвериков Артем Олегович. – М., 2010. – 518 с.

IX. Авторефераты диссертаций

239. Андриенко Я. П. Роль суда ЕС в формировании европейского правового пространства : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Андриенко Ярослав Петрович. – М., 2005. – 22 с.

240. Баширов М. А. Международно-правовое регулирование доступа на рынки финансовых услуг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.10 / Баширов Михаил Андреевич. – М., 2010. – 21 с.

241. Бугаева А. С. Эволюция правового статуса Европейской комиссии в организационном механизме Европейского Союза : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Бугаева Анна Сергеевна. – М., 2011. – 26 с.

242. Воскресенская Л. А. Защита прав человека в праве Европейского Союза: институциональный аспект : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Воскресенская Лилия Александровна. – М., 2012. – 24 с.

243. Емельянова Е. А. Правовые последствия манипулирования информацией на рынках : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Емельянова Елена Александровна. – Санкт-Петербург, 2013. – 24 с.

244. Жбанков В. А. Эволюция компетенции Европейского Союза и ее отражение в европейском праве : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Жбанков Владимир Александрович. – М., 2009. – 25 с.

245. Лифшиц И. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском союзе : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Лифшиц Илья Михайлович. – М., 2011. – 25 с.

246. Мещерякова О. М. Наднациональность в праве Европейского Союза и проблема суверенитета : автореф. дис. ... д-ра юрид. наук : 12.00.10 / Мещерякова Ольга Михайловна. – М., 2010. – 38 с.

247. Ризаева А. Р. Правовые основы социальной политики и регулирования трудовых отношений в Европейском Союзе : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Ризаева Афаг Рамиз кызы. – М., 2008. – 29 с.

248. Рябова В. О. Взаимодействие Суда Европейского союза и Европейского суда по правам человека по делам о защите прав человека после Лиссабонского договора : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Рябова Виктория Олеговна. – М., 2016. – 32 с.

249. Сорокина Е. М. Гармонизация уголовно-процессуального законодательства в Европейском Союзе : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Сорокина Елизавета Михайловна. – М., 2016. – 31 с.

250. Татлыбаев Б. В. Гражданско-правовая ответственность за неправомерное использование инсайдерской информации на фондовом рынке в российском праве и праве Соединенных Штатов Америки : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Татлыбаев Булат Вилевич. – М., 2015. – 35 с.

251. Царёв И. Н. Правовые основы урегулирования финансово-экономических кризисов в Европейском Союзе : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / Царёв Илья Николаевич. – М., 2016. – 28 с.

252. Шеленкова Н. Б. Современные правовые проблемы европейской интеграции : автореф. дис. ... д-ра юрид. наук : 12.00.10 / Шеленкова Наталья Борисовна. – М., 2005. – 62 с.

X. Книги

На русском языке

253. Абашидзе А. Х. Европейская система защиты прав человека : учебное пособие для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе, Е. С. Алисиевич ; под ред. А. Х. Абашидзе. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – 140 с.

254. Алексеев С. С. Теория права / С. С. Алексеев – Харьков : Издательство ХГУ. – 1994. – 224 с.

255. Бирюков М. М. Европейское право: до и после Лиссабонского договора : учебное пособие / М. М. Бирюков. – М. : Статут, 2013. – 240 с.

256. Вавулин Д. А. Комментарий к Федеральному закону «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (постатейный) / Д. А. Вавулин – М. : Деловой двор, 2015. Доступ из справ. – правовой базы «Консультант Плюс».

257. Гришаев С. П. Ценные бумаги: виды и практика применения // Редакция «Российской газеты». – 2016. – Вып. 2. Доступ из справ. – правовой базы «Консультант Плюс».

258. Европейское право : учебник и практикум для академического бакалавриата / А. И. Абдуллин [и др.]. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – 238 с.

259. Европейское право. Основы интеграционного права Европейского Союза и Евразийского экономического союза : учебник / рук. авт. кол. и отв. ред. Л. М. Энтин, М. Л. Энтин. — М. : Норма : ИНФРА-М, 2018. – 528 с.

260. Европейское право. Отрасли права Европейского Союза и Евразийского экономического союза : учебник / рук. авт. кол. и отв. ред. Л. М. Энтин, М. Л. Энтин. — М. : Норма : ИНФРА-М, 2018. – 416 с.

261. Енгибарян Р.В., Краснов Ю.К. Теория государства и права: учебное пособие / Р. В. Енгибарян, Ю. К. Краснов. - 2-е изд., пересмотр. и доп. - М. : Норма, 2010. – 576 с.

262. Капустин А. Я. Право европейского союза : учебник для вузов / А. Я. Капустин. – М. : Издательство Юрайт, 2017. – 387 с.

263. Касьянов Р. А. Основополагающие акты финансового права Европейского союза с постатейным переводом и комментариями: учебное пособие / Р. А. Касьянов. – М. : Московский государственный институт международных отношений (университет), 2019. – 794 с.

264. Кашкин С. Ю. Право Европейского союза : учебник для академического бакалавриата / С. Ю. Кашкин, П. А. Калиниченко, А. О. Четвериков ; под ред. С. Ю. Кашкина. – 4-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – 386 с.

265. Ковлер А. И. Европейская интеграция: федералистский проект (историко-правовой очерк) / А. И. Ковлер. – М. : Статут, 2016. – 216 с.

266. Лифшиц И. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском союзе / И. М. Лифшиц. – М. : Статут, 2012. – 253 с.

267. Лукинская М. П. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в Европейском Союзе : монография / М. П. Лукинская ; под ред. М. М. Бирюкова. – М. ; НОРМА : ИНФРА-М, 2013. – 222 с.

268. Марченко М. Н., Дерябина Е. М. Право Европейского союза. Вопросы истории и теории : учебное пособие / М. Н. Марченко, Е. М. Дерябина – М. : Проспект, 2013. – 432 с.

269. Право Европейского союза в 2 ч. Часть 1 : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе [и др.] ; под ред. А. Х. Абашидзе, А. О. Иншаковой. — 2-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. – 293 с.

270. Право Европейского союза в 2 ч. Часть 2 : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / А. Х. Абашидзе [и др.] ; под ред. А. Х. Абашидзе, А. О. Иншаковой. – 2-е изд., пер. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2018. — 293 с.

271. Право и институты Европейского Союза. Современный этап эволюции: Учебное пособие / Энтин Л. М., - 2-е изд., перераб. - М. : Юр.Норма, НИЦ ИНФРА-М, 2016. – 288 с.

272. Проблемы теории государства и права: Учебник / М. Н. Марченко; Московский Государственный Университет им. М.В. Ломоносова (МГУ). – 2-е изд., пер. и доп. - М.: НОРМА, 2008. – 784 с.

273. Теория государства и права : Курс лекций / Под ред. Н.И. Матузова, А.В. Малько. – 3-е изд., пер. и доп. – М. : Норма: НИЦ Инфра-М, 2012. – 640 с.

274. Теория государства и права : учебник / В. Н. Хропанюк ; под ред. В. Н. Стрекозова. – 3-е изд., доп. и исправл. – М. : Интерстиль : Омега-Л, 2008. – 384 с.

275. Теория государства и права : учебник / Л. А. Морозова. — 6-е изд., пер. и доп. — М. : Норма : ИНФРА-М, 2018. – 464 с.

276. Щерба С. П., Смирнов П. А., Четвертакова Е. Ю., Чащина И. В. Принцип non bis in idem (не дважды за одно и то же) и проблемы его реализации в России и зарубежных странах : монография / С. П. Щерба, П. А. Смирнов, Е. Ю. Четвертакова, И. В. Чащина ; под общ. и науч. ред. С. П. Щербы. – М. : Юрлитинформ, 2017. – 216 с.

На иностранных языках

277. Adams M., De Waele H., Meeusen J., Straetmans G. Judging Europe’s Judges: The Legitimacy of the Case Law of the European Court of Justice / Maurice Adams, Henri de Waele, Johan Meeusen, Gert Straetmans. – Hart Publishing. – 2014. – 272 p.

278. Alexander R.C.H. Insider Dealing and Money Laundering in the EU: Law and Regulation / R.C.H. Alexander. – Routledge, 2016. – 288 p.

279. Ali P. U., Gregoriou G. N. Insider Trading: Global Developments and Analysis / Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou. – CRC Press, 2008. – 456 p.

280. Anderson J. P. Insider Trading: Law, Ethics, and Reform / John P. Anderson. – Cambridge University Press, 2018. – 272 p

281. Austin J. Insider Trading and Market Manipulation: Investigating and Prosecuting Across Borders / Janet Austin. – Edward Elgar Publishing, 2017. – 320 p.

282. Avgouleas E. E. The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis / Emilios E. Avgouleas. Oxford University Press. – 2005. – 608 p.

283. Bergström C. F., Ritleng D. Rulemaking by the European Commission: The New System for Delegation of Powers / Carl Fredrik Bergström and Dominique Ritleng. – Oxford University Press, 2016. – 315 p.

284. Biondi A., Eeckhout P. EU Law after Lisbon / Andrea Biondi, Piet Eeckhout. – OUP Oxford, 2012. – 472 p.

285. Blanpain R. Freedom of Services in the European Union: Labour and Social Security Law : the Bolkestein Initiative / Roger Blanpain. – Kluwer Law International, 2006. – 386 p.

286. Chalmers D., Davies G., Monti G. European Union Law: Cases and Materials / Damian Chalmers, Gareth Davies, Giorgio Monti. – Cambridge University Press, 2010. – 1011 p.

287. Cuthbert M. Q&A European Union Law / Michael Cuthbert. – Routledge, 2014. – 203 p.

288. De Sadeleer N. EU Environmental Law and the Internal Market / Nicolas de Sadeleer. – OUP Oxford, 2014. – 499 p.

289. Gurney W. B. The trial of Charles Random de Berenger, Sir Thomas Cochrane, commonly called Lord Cochrane, the Hon. Andrew Cochrane Johnstone, Richard Gathorne Butt, Ralph Sandom, Alexander M'Rae, John Peter Holloway and Henry Lyte for a conspiracy: in the court of King's Bench, Guildhall, on Wednesday the 8th and Thursday the 9th of June, 1814 / William Brodie Gurney. – Butterworth and son ... and Gale, Curtis and Fenner, 1814. – 604 p. // URL: https://books.google.ru/books?id=-UooAAAAMAAJ&dq=R+vs+De+Berenger&hl=ru&source=gbs_navlinks_s (дата обращения: 10.10.2017).

290. Herlin-Karnell E. The Constitutional Dimension of European Criminal Law / Ester Herlin-Karnell. – Bloomsbury Publishing, 2012. – 284 p.

291. Hinarejos A., Hinarejos Parga A. Judicial Control in the European Union: Reforming Jurisdiction in the Intergovernmental Pillars / Alicia Hinarejos, Alicia Hinarejos Parga. – Oxford University Press, 2009. – 211 p.

292. Konstadinides T. Division of Powers in European Union Law: The Delimitation of Internal Competence Between the EU and the Member States / Theodore Konstadinides. – Kluwer Law International, 2009. – 352 p.

293. Koutrakos P., Snell J. Research Handbook on the Law of the EU's Internal Market / Panos Koutrakos, Jukka Snell. – Edward Elgar Publishing, 2017. – 560 p.

294. Medrano L. A., Vives X. Regulation Insider Trading when Investment Matters / Luis Angel Medrano, Xavier Vives. – Centre for Economic Policy Research, 2002. – 41 p.

295. Miettinen S. Criminal Law and Policy in the European Union / Samuli Miettinen. – Routledge, 2013. – 248 p.

296. Mitsilegas V., Bergström M., Konstadinides T. Research Handbook on EU Criminal Law / Valsamis Mitsilegas, Maria Bergström, Theodore Konstadinides. – Edward Elgar Publishing, 2016. – 672 p.

297. Öberg J. Limits to EU Powers: A Case Study of EU Regulatory Criminal Law / Jacob Öberg. – Bloomsbury Publishing, 2017. – 256 p.

298. Patterson D., Södersten A. A Companion to European Union Law and International Law / Dennis Patterson, Anna Södersten. – John Wiley & Sons, 2016. – 632 p.

299. Ratliff J., Grasso R. Insider Trading and Market Manipulation in the European Wholesale Energy Markets / John Ratliff, Roberto Grasso. – Claeys & Casteels Publishing, 2018. – 300 p.

300. Trybus M. Buying Defence and Security in Europe / Martin Trybus. – Cambridge University Press, 2014. 535 p.

301. Tryfonidou A._Reverse Discrimination in EC Law / Alina Tryfonidou. –_Kluwer Law International, 2009. – 271 p.

302. Van Cleynenbreugel P. Market Supervision in the European Union: Integrated Administration in Constitutional Context / Pieter van Cleynenbreugel. – Martinus Nijhoff Publisher, 2014. – 400 p.

303. Vooren B. V. EU External Relations Law and the European Neighbourhood Policy: A Paradigm for Coherence / Bart Van Vooren. – Routledge, 2012. – 352 p.

304. Weatherill S. Cases and Materials on EU Law / Stephen Weatherill. – Oxford University Press, 2016. – 650 p.

XI. Электронные ресурсы

305. All UK legislation by The National Archives. Официальный сайт // URL: http://www.legislation.gov.uk/.

306. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Официальный сайт // URL: http://www.consob.it/.

307. Conseil Constitutionnel (France). Официальный сайт // URL: http://www.conseil-constitutionnel.fr/.

308. Danish FSA. Официальный сайт // URL: https://www.dfsa.dk.

309. Département fédéral des finances. Официальный сайт // URL: https://www.efd.admin.ch/efd/fr/home.html.

310. Deutsche Borse. Официальный сайт // URL: http://deutsche-boerse.com/dbg-de/.

311. European Banking Authority. Официальный сайт // URL: http://www.eba.europa.eu/.

312. European Commission. Официальный сайт // URL: http://ec.europa.eu/.

313. European Court of Human Rights. Официальный сайт // URL: https://www.echr.coe.int/.

314. European Insurance and Occupational Pensions Authority. Официальный сайт // URL: https://eiopa.europa.eu/.

315. European Law Blog. Официальный сайт // URL: https://europeanlawblog.eu.

316. European Parliament. Официальный сайт // URL: http://www.europarl.europa.eu/.

317. European Securities and Markets Authority. Официальный сайт // URL: https://www.esma.europa.eu/

318. European Systemic Risk Board. Официальный сайт // URL: http://www.esrb.europa.eu/.

319. Euronext. Официальный сайт // URL: https://www.euronext.com/en.

320. Federal Audit Oversight Authority. Официальный сайт // URL: https://www.rab-asr.ch/en/.

321. Federal Constitutional Court of Germany. Официальный сайт // URL: https://www.bundesverfassungsgericht.de.

322. Federal Financial Supervisory Authority of Germany. Официальный сайт // URL: https://www.bafin.de/.

323. Finansinspektionen. Официальный сайт // URL: https://www.fi.se/en/.

324. L'Autorité des marchés financiers (France). Официальный сайт // URL: http://www.amf-france.org/.

325. La Banque nationale Suisse. Официальный сайт // URL: https://www.snb.ch/fr/.

326. L'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers de Swisse. Официальный сайт // URL: https://www.finma.ch/.

327. London Stock Exchange Group. Официальный сайт // URL: https://www.lseg.com/.

328. Money Laundering Reporting Office Switzerland. Официальный сайт // URL: https://www.fedpol.admin.ch/fedpol/en/home/kriminalitaet/geldwaescherei.html.

329. Office of the Attorney General of Switzerland. Официальный сайт // URL: http://www.bundesanwaltschaft.ch/.

330. Official Journal of the European Union. Официальный сайт // URL: http://eur-lex.europa.eu/.

331. Online library Google Books. Официальный сайт // URL: https://books.google.ru/.

332. Site web officiel du Gouvernement Français pour la diffusion des textes législatifs et réglementaires et des décisions de justice des cours suprêmes de droit français. Официальный сайт // URL: https://www.legifrance.gouv.fr.

333. Social Science Research Network Electronic Journal. Официальный сайт // URL: http://papers.ssrn.com.

334. State Secretariat for Economic Affairs SECO of Switzerland. Официальный сайт // URL: https://www.seco.admin.ch/seco/en/home.html.

335. Swiss Takeover Board. Официальный сайт // URL: http://www.takeover.ch/lang/en.

336. The Croatian Yearbook of European Law and Policy. Официальный сайт // URL: http://www.cyelp.com/.

337. The European Economic Area (EEA). Официальный сайт // URL: http://www.efta.int/eea.

338. The European Free Trade Association. Официальный сайт // URL: http://www.efta.int/.

339. The Federal Council of Switzerland. Официальный сайт // URL: https://www.admin.ch.

340. The General Council of the Bar of England and Wales. Официальный сайт // URL: https://www.barcouncil.org.uk.

341. The Independent. British online newspaper. Официальный сайт // URL: http://www.independent.co.uk/.

342. The Committee of European Securities Regulators. Официальный сайт // URL: http://www.cesr-eu.org/index.php.

343. The Court of Justice of the European Union. Официальный сайт // URL: http://curia.europa.eu/.

344. Tribunal administratif fédéral Swiss. Официальный сайт // URL: https://www.bvger.ch/bvger/fr/home.html.

345. Tribunal fédéral Swiss. Официальный сайт // URL: https://www.bger.ch/fr/index.htm.