

РОЗДІЛ 4 ГОСПОДАРСЬКЕ ПРАВО, ГОСПОДАРСЬКО-ПРОЦЕСУАЛЬНЕ ПРАВО

УДК 346.5

ІНСАЙДЕРСЬКА ІНФОРМАЦІЯ ТА МАНІПУЛЮВАННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ: АСПЕКТИ АДАПТАЦІЇ ЗАКОНОДАВСТВА УКРАЇНИ ДО ЗАКОНОДАВСТВА ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ

INSIDER INFORMATION AND MANIPULATION IN THE STOCK MARKET: ASPECTS OF ADAPTATION OF UKRAINE TO THE EUROPEAN UNION

Вітко О.Ю.,

*кандидат юридичних наук,
Київська державна академія водного транспорту
імені гетьмана Петра Конашевича-Сагайдачного*

У статті приділено увагу шляхам наближення законодавства України до законодавства Європейського Союзу у сфері інсайдерської інформації та маніпулювання на фондовому ринку. За наслідками вивчення проблематики наголошено, що у рамках наближення законодавства України до законодавства ЄС у сфері інсайдерської діяльності необхідно вдосконалити нормативне поняття інсайдерської інформації. Крім цього, звернуто увагу на певні переваги українського законодавства над законодавством ЄС у сфері законодавчого визначення поняття інсайдера.

Ключові слова: інсайдерська інформація, маніпулювання на фондовому ринку, цінні папери, ринок цінних паперів, інсайдер.

В статье уделено внимание путям приближения законодательства Украины к законодательству Европейского Союза в сфере инсайдерской информации и манипулирования на фондовом рынке. По результатам изучения проблематики отмечено, что в рамках приближения законодательства Украины к законодательству ЕС в сфере инсайдерской деятельности необходимо усовершенствовать нормативное понятие инсайдерской информации. Кроме того, обращено внимание на определенные преимущества украинского законодательства над законодательством ЕС в сфере законодательного определения понятия инсайдера.

Ключевые слова: инсайдерская информация, манипулирование на фондовом рынке, ценные бумаги, рынок ценных бумаг, инсайдер.

The article focus on ways approximation of Ukraine to the EU legislation in the field of insider information and manipulating the stock market. As a result of studying the issue stressed that under the approach of Ukraine's legislation to EU insider activity necessary to improve the regulatory concept of inside information. Also, pay attention to certain advantages over the Ukrainian legislation to EU legislation in the field of legal definition of insider.

Key words: insider information, manipulation in the stock market, securities, securities markets and insider.

Постановка проблеми. Законом України «Про ратифікацію Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони» [1] було ратифіковано Угоду про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони [2] (надалі – Угода).

Угода передбачає, що Україна має адаптувати своє законодавство у сфері надання фінансових послуг до законодавства Європейського Союзу (надалі – ЄС).

У Законах України «Про цінні папери та фондовий ринок» [3], «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [4], щодо маніпулювання на фондовому ринку з використанням інсайдерської інформації було приведено багато вітчизняних законодавчих положень у відповідність до законодавства ЄС. Однак нині неможливо впевнено стверджувати, що законодавство України у сфері цінних паперів та запо-

бігання правопорушенням на ринку цінних паперів повністю наближене до законодавства ЄС у цій сфері. Тому ця проблематика залишається актуальною.

Стан опрацювання. Питанням сфери адаптації законодавства України, яке регулює питання інсайдерської інформації та маніпулювання на фондовому ринку, в українській сучасній науковій літературі вже було приділено чимало уваги [5, с. 60–61; 6, с. 75–76; 7, с. 323–329].

Однак у своїх наукових працях учені здебільшого приділяли увагу загальній проблемі вдосконалення законодавства України, яке регулює відносини щодо інсайдерської інформації або маніпулювання на ринку цінних паперів. Таким чином, мало висвітленим у юридичній науці залишається питання адаптації законодавства України до законодавства ЄС, яке стосується маніпулювання на фондовому ринку з використанням інсайдерської інформації.

Метою статті є формування наукових пропозицій щодо наближення законодавства України до зако-

нодавства ЄС у сфері маніпулювання на фондовому ринку з використанням інсайдерської інформації.

Виклад основного матеріалу. У цій роботі важливо приділити увагу законодавчому визначенню поняття інсайдерської інформації.

Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що інсайдерська інформація – це неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених цим Законом [3].

У свою чергу, Директива 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради «Про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком» від 28 січня 2013 р. (надалі – Директива 2003/6/ЄС) визначає поняття «інсайдерська інформація» як будь-яку конкретну інформацію, яка не була оприлюднена та яка безпосередньо чи опосередковано стосується одного або кількох емітентів фінансових інструментів, або одного чи кількох фінансових інструментів, та яка у разі її розголошення може суттєво вплинути на ціну фінансових інструментів або на ціну похідних фінансових інструментів [8].

Може здатися, що ці поняття є дуже подібними, і що у цьому випадку законодавство України наближено до законодавства ЄС як цього вимагає положення ст. 133 Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони.

Якщо ж детально розібрати ці два визначення поняття «інсайдерська інформація», то можна стверджувати, що вітчизняне законодавство суттєво відрізняється від законодавства ЄС у цьому питанні.

Зокрема, однією із ключових ознак інсайдерської інформації в українському законодавстві названо те, що відповідна інформація має стосуватись емітента, цінні папери якого перебувають в обігу на фондовій біржі, або цінних паперів (зокрема, похідних цінних паперів) чи правочинів щодо них, які перебувають в обігу на фондовій біржі. Таким чином, визначення інсайдерської інформації за українським законодавством стосується лише сфери біржового ринку цінних паперів.

З іншого боку, у Директиві 2003/6/ЄС відсутня вказівка на те, що інсайдерська інформація стосується лише фінансових інструментів, які перебувають в обігу на біржовому ринку цінних паперів, чи емітентів, фінансові інструменти яких перебувають в обігу на біржовому ринку цінних паперів. Отже, законодавство ЄС включає поняття інсайдерської інформації як у сферу біржового, так і у сферу позабіржового ринку цінних паперів.

Чому важливо включати офіційне нормативне поняття інсайдерської інформації також і у сферу біржового ринку, коли маніпулювання та інсайдерська діяльність переважно відбуваються на біржовому

ринку цінних паперів, де через динамічне укладення угод купівлі-продажу цінних паперів у реальному часі є найбільша загроза створення неконкурентних умов для усіх учасників торгів? Так, справді, інсайдерська діяльність та маніпулювання частіше всього відбуваються на біржовому ринку цінних паперів. Але на цю ситуацію можна подивитись і з іншого боку. В Україні багато угод щодо купівлі-продажу цінних паперів укладаються поза фондовою біржею, оскільки ринок цінних паперів в Україні не є розвиненим і перебуває у стані зародження, на відміну від ринку цінних паперів ЄС. Зважаючи на те, що поняття інсайдерської інформації важливе для протидії та запобігання маніпулюванню на ринку цінних паперів, важливо, щоб під ознаки інсайдерської інформації підпадала інформація про емітента чи його цінні папери (правочини щодо них) й у сфері позабіржового ринку цінних паперів. Тоді контролюючі органи, зокрема в Україні Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (надалі – НКЦПФР), а також правоохоронні органи матимуть правову можливість впливати на осіб, котрі займаються інсайдерською діяльністю на позабіржовому ринку цінних паперів, яка шкодить створенню конкурентних умов на ринку цінних паперів загалом.

Крім того, важливо відзначити, що у легальному визначенні поняття інсайдерської інформації за законодавством ЄС зроблено акцент на тому, що для визнання відповідної інформації інсайдерською, вона має безпосередньо чи опосередковано стосуватись емітента чи фінансового інструмента. У вітчизняному офіційному визначенні поняття інсайдерської інформації такий акцент відсутній, що, у свою чергу, не є позитивним моментом. Бувають випадки, коли в інсайдерів є наявна інформація, яка опосередковано стосується цінних паперів чи емітентів, і така опосередкованість може призвести до того, що контролюючий орган не буде застосовувати заходи впливу до осіб, які займаються, по суті, маніпулюванням на ринку цінних паперів із використанням інсайдерської інформації, вважаючи, що їхні дії перебувають у межах правового поля. Таким чином, важливо також і в українському законодавстві передбачити аналогічний акцент на тому, що інсайдерською інформацією вважатиметься відповідна інформація і тоді, коли вона безпосередньо або опосередковано стосуватиметься емітента або цінних паперів (похідних цінних паперів) чи правочинів щодо них.

Законодавство ЄС стосовно інсайдерської діяльності передбачає положення, яке визнає інсайдерською інформацією також відомості, котрі надаються клієнтом посереднику на ринку цінних паперів та стосуються його розпоряджень про купівлю чи продаж цінних паперів. Зокрема, у ст. 1 Директиви 2003/6/ЄС міститься положення, яке визначає, що стосовно осіб, які уповноважені виконувати розпорядження щодо фінансових інструментів, «інсайдерська інформація» має також означати будь-яку конкретну інформацію, що представлена клієнтом і стосується його розпоряджень, що виконуються, яка стосується безпосередньо чи опосередковано одного

чи кількох емітентів фінансових інструментів або одного чи кількох фінансових інструментів і яка у разі оприлюднення вірогідно могла б мати значний вплив на ефективність цих фінансових інструментів або на ефективність похідних від них фінансових інструментів [8].

Це положення Директиви 2003/6/ЄС доцільно передбачити й в українському законодавстві в рамках наближення законодавства України до законодавства ЄС, адже у законодавстві України у цьому моменті є певна прогалина. Інформацію про розпорядження клієнта до, наприклад, торговця цінними паперами щодо купівлі чи продажу цінних паперів з огляду на ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» можна визнати такою, яка стосується цінних паперів. Однак тут є можливість неоднозначного тлумачення НКЦПФР відповідної інформації, і у певних випадках НКЦПФР може визначити таку інформацію інсайдерською та вживати заходів до порушників, а може й визнати цю інформацію не інсайдерською і, відповідно, не визнати дії особи маніпулюванням на фондовому ринку з використанням інсайдерської інформації. Тому у цій частині варто запозичити законодавство ЄС та наблизити положення Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» до Директиви 2003/6/ЄС.

Слід також зазначити, що вітчизняне законодавство в питанні щодо визначення поняття інсайдера як особи, яка володіє інсайдерською інформацією, можна визнати таким, що має певні переваги над Директивою 2003/6/ЄС.

Так, ст. 2 Директиви 2003/6/ЄС містить положення про те, що держави-члени перешкоджатимуть будь-якій особі, згаданій у другому пункті, яка володіє інсайдерською інформацією, використовувати цю інформацію, купуючи чи продаючи або намагаючись купити чи продати за власний рахунок або за рахунок третьої особи безпосередньо або опосередковано фінансові інструменти, яких стосується ця інформація. Перший пункт має застосовуватися до будь-якої особи, яка володіє такою інформацією: а) на підставі свого членства в управлінському, виконавчому чи наглядовому органі емітента; б) на підставі її участі у капіталі емітента; с) на підставі володіння доступом до такої інформації унаслідок виконання своїх службових чи професійних обов'язків; d) через учинення нею кримінальних дій [8].

Таким чином, законодавство ЄС фактично містить визначення поняття інсайдера через вказівку кола відповідних осіб.

Попередня редакція ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» також передбачала визначення поняття «інсайдер». Зокрема, відповідно до ч. 3 ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» у редакції станом на 1 січня 2011 року інсайдер – це особи, які володіють інсайдерською інформацією у зв'язку з тим, що вони є: 1) власниками голосуючих акцій емітента або часток (паїв) у статутному капіталі емітента; 2) посадовими особами емітента; 3) особами, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням

трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань незалежно від відносин з емітентом, зокрема: юридичними особами, які перебувають з емітентом у договірних відносинах або прямо чи опосередковано у відносинах контролю; фізичними особами, які перебувають з емітентом або юридичними чи фізичними особами, пов'язаними з емітентом договірними відносинами або відносинами контролю, у трудових чи договірних відносинах або прямо чи опосередковано у відносинах контролю; державними службовцями [3].

Можна визнати цілком правильним те, що сучасне законодавство України не містить визначення поняття інсайдера через окреслення кола осіб, адже під час розгляду справи щодо притягнення осіб до відповідальності за маніпулювання на фондовому ринку з використанням інсайдерської інформації може скластися ситуація, що інсайдером виявиться особа, яка не передбачена відповідним переліком.

Проте на законодавчому рівні в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» можна передбачити просте і водночас вичерпне положення про те, що інсайдером є особа, яка володіє інсайдерською інформацією. Таке визначення, з одного боку, дасть законодавчу дефініцію поняття інсайдера, а з іншого – не створить вичерпного переліку осіб, які можуть вважатись інсайдерами.

Зважаючи на зазначене вище, можна стверджувати, що у питанні визначення поняття інсайдера законодавство України є більш прийнятним, ніж законодавство ЄС, адже у сучасній редакції не містить визначення поняття інсайдера з окресленням відповідного кола осіб, чим залишає НКЦПФР та правоохоронним органам можливість визначати в конкретній ситуації, які особи є інсайдерами. Тому в аспекті нормативного окреслення кола осіб, які можуть вважатись інсайдерами, законодавство України не доцільно з практичного погляду наближувати до законодавства ЄС, зокрема до положень ст. 2 Директиви 2003/6/ЄС щодо визначення поняття інсайдера через окреслення кола відповідних осіб.

Висновки. Підсумовуючи, можна зробити такі висновки.

1. З метою наближення законодавства України до законодавства ЄС стосовно врегулювання питань інсайдерської інформації та маніпулювання на ринку цінних паперів необхідно у ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» виключити одну з ознак інсайдерської інформації, а саме ознаку того, що відповідна інформація може вважатись інсайдерською, коли вона стосується емітента, цінні папери якого перебувають в обігу на фондовій біржі, або цінних паперів (похідних цінних паперів) чи правочинів щодо них, які перебувають в обігу на фондовій біржі. Потрібно, щоб під ознаки інсайдерської інформації підпадала інформація про емітента чи його цінні папери (правочини щодо них) також і у сфері позабіржового ринку цінних паперів. Унаслідок виключення з поняття інсайдерської інформації за ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» вказівки на фондову біржу (яку варто

замінити вказівкою на фондовий ринок (ринок цінних паперів)) законодавство України у цьому аспекті буде наближене до законодавства ЄС.

2. Також із метою наближення законодавства України до законодавства ЄС важливо у ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачити акцент на тому, що інсайдерська інформація вважатиметься такою у разі, коли вона безпосередньо або опосередковано стосуватиметься емітента або цінних паперів (похідних цінних паперів) чи правочинів щодо них.

3. Крім цього, для наближення законодавства України до законодавства ЄС у сфері інсайдерської діяльності необхідно у вітчизняному законодавстві передбачити положення про те, що інсайдерська інформація має також означати будь-яку конкретну інформацію, що представлена клієнтом і стосується його розпоряджень, що виконуються, яка стосується безпосередньо чи опосередковано одного або кількох емітентів фінансових інструментів чи одного або

кількох фінансових інструментів і яка у разі оприлюднення вірогідно могла б мати значний вплив на ефективність цих фінансових інструментів чи на ефективність похідних від них фінансових інструментів.

4. Стосовно нормативного визначення поняття інсайдера можна визнати, що вітчизняне законодавство має певні переваги над законодавством ЄС, адже не передбачає конкретний перелік осіб, які можуть бути інсайдерами. Тим самим із практичного погляду контролюючий чи правоохоронний орган не обмежений певними рамками та може самостійно встановлювати коло інсайдерів. Це дає можливість належним чином реагувати вказаним органам на інсайдерську діяльність осіб, які володіють інсайдерською інформацією, адже на практиці інсайдерська інформація може стати відомою будь-яким особам.

Викладені у цій статті положення можуть бути використані у подальших розвідках тематики щодо інсайдерської діяльності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Про ратифікацію Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони : Закон України № 1678-VII від 16.09.2014 р. // Відомості Верховної Ради. – 2014. – № 40. – Ст. 2021.
2. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони // Офіційний вісник України. – 2014. – № 75. – Т. 1. – С. 83. – Ст. 2125.
3. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України № 3480-IV від 23.02.2006 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268.
4. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України № 448/96-ВР від 30.10.1996 р. // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.
5. Ходос Л.В. Правове регулювання обігу інсайдерської інформації / Л.В. Ходос // Правова інформатика. – 2013. – № 1(37). – С. 56–63.
6. Нашинець-Наумова А. Поняття та ознаки інсайдерської інформації як особливого виду інформації з обмеженим доступом / А. Нашинець-Наумова // Підприємство, господарство і право. – 2016. – № 4. – С. 73–76.
7. Хорт Ю.В. Аналіз законодавчих змін щодо маніпулювання цінами на фондовому ринку України / Ю.В. Хорт // Держава і право. – 2011. – Вип. 54. – С. 323–329.
8. Про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком : Директива 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/994_a68.