

# **ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ**

Кафедра ценных бумаг и биржевого дела

## **ДИПЛОМНАЯ РАБОТА**

**"ИНСАЙДЕРСКИЕ СДЕЛКИ И ПРАКТИКА ИХ РЕГУЛИРОВАНИЯ"**

Студента группы К5-6  
Коновалова А.С.  
Научный руководитель  
Ст. преп. Андрианова Л.Н.  
Консультант:  
Доц. Литвиненко А.Ф.

Москва 2000 год

## **Содержание:**

|   |     |
|---|-----|
| <i>Введение</i> .....   | 3   |
| <i>Глава 1. Информационное обеспечение рынка ценных бумаг</i>                                     |     |
| 1.1. Раскрытие информации на рынке ценных бумаг.....  | 7   |
| 1.2. Использование инсайдерской информации на рынке ценных бумаг.....                             | 21  |
| <i>Глава 2. Регулирование инсайдерской торговли: опыт Комиссии по ценным бумагам и биржам США</i> |     |
| 2.1. Надзор за рынком ценных бумаг.....   | 39  |
| 2.2. Основы нормативного регулирования инсайдерской торговли в США.....                           | 47  |
| 2.3. Санкции.....   | 55  |
| 2.4. Вознаграждение информаторам.....   | 58  |
| 2.5. Раскрытие информации инсайдерами.....  | 62  |
| 2.6. Краткосрочные прибыли инсайдеров.....  | 64  |
| 2.7. Короткие продажи инсайдеров.....   | 66  |
| 2.8. Процедура воздействия на нарушителей инсайдерского законодательства.....                     | 67  |
| <i>Глава 3. Регулирование инсайдерской торговли в России</i>                                      |     |
| 3.1. Нормативное регулирование инсайдерской торговли в отечественной практике                     |     |
| 3.1.1. Понятие “инсайдерская информация” в отечественном законодательстве.....                    | 73  |
| 3.1.2. Лица, относимые законодательством к “инсайдерам”.....                                      | 78  |
| 3.1.3. Инсайдерские правонарушения.....   | 83  |
| 3.1.4. Раскрытие информации инсайдерами.....  | 86  |
| 3.2. Гражданско-правовые последствия инсайдерских правонарушений                                  |     |
| 3.2.1. Процедура привлечения нарушителей к ответственности.....                                   | 88  |
| 3.2.2. Уголовная ответственность.....   | 93  |
| 3.2.3. Административная ответственность.....  | 97  |
| <i>Заключение</i> .....   | 102 |
| <i>Список использованной литературы</i> .....   | 107 |
| <i>Приложения</i> .....   | 110 |

## ***Введение***

Ни для кого не секрет, что в настоящий момент российский рынок ценных бумаг находится лишь в начале своего развития и ему предстоит еще долгий путь до реального механизма перераспределения финансовых ресурсов. Основная цель, которая ставится перед фондовым рынком – привлечение инвестиций в реальный сектор экономики. Поэтому главным направлением работы государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг, саморегулируемых организаций и организаторов торговли должно стать создание благоприятных условий для привлечения инвестиций. Эта задача имеет целый ряд аспектов, среди которых основные – защита прав инвесторов и усиление контроля за ответственностью всех участников фондового рынка. Тем не менее можно с уверенностью сказать, что российский рынок в настоящий момент мало привлекателен для иностранных инвесторов и, в том числе, это связано с неразвитостью отечественной нормативной базы в целом и, в частности, в вопросе регулирования сделок с использованием инсайдерской информации.

Очевидно, что торговля с использованием инсайдерской информации подрывает доверие инвесторов и приводит к дестабилизации рынка. Во многих странах инсайдерская торговля является уголовно наказуемым деянием, поскольку посягает на основы рыночных отношений - механизм свободного, объективного ценообразования. Обобщая международный нормотворческий опыт, забегая вперед оговоримся, что под инсайдерской торговлей понимаются действия участника торгов по купле-продаже ценных бумаг, проводимые с использованием инсайдерской информации с целью получения прибыли. Как правило, под «инсайдерской» понимается любая не являющаяся общедоступной

информация об эмитенте и выпущенных им эмиссионных ценных бумагах, которая ставит лиц, обладающих такой информацией до момента ее публичного распространения, в преимущественное положение по отношению к другим участникам торгов.

В связи с широким распространением инсайдерской торговли на зарубежных фондовых рынках вполне прогнозируемо появление такого рода правонарушений и на отечественном рынке. Мнение профессиональных участников на рынке ценных бумаг на этот счет едино. На пример, обобщая данные, полученные в результате опроса руководителей компаний - профучастников или уполномоченных ими руководителей подразделений, проведенного в рамках реализации Программы раскрытия информации в Системе электронного сбора и раскрытия информации НАУФОР, можно однозначно констатировать факт наличия на отечественном рынке ценных бумаг таких правонарушений, как инсайдерская торговля и манипулирование ценами. А также большинство опрошенных считает, что организация противодействия этим нарушениям положительно повлияет на развитие рынка ценных бумаг в России.<sup>1</sup>

В то время как существование таких нарушений на отечественном рынке очевидно, российское законодательство лишь в общих чертах определяет эти правонарушения, при этом конкретных санкций, которые могли бы применяться к нарушителям, законодательство практически не содержит, закрепив бланкетными нормами необходимость введения таких санкций иными законодательными актами. Так, статья 33 закона «О рынке ценных бумаг» устанавливает, что лица, совершающие сделки с использованием служебной информации, несут

---

<sup>1</sup> Сайт НАУФОР «Анкета 1999: оценки, прогнозы, комментарии» [http://www.naufor.ru/finres\\_new.nsf/](http://www.naufor.ru/finres_new.nsf/)

ответственность в соответствии с законодательством. А законодательство России до сих пор такой ответственности не установило.

На западе опасность подобных нарушений была осознана достаточно давно. Впервые вопросы регулирования инсайдерской торговли нашли свое отражение в Законе о фондовых биржах (Securities Exchange Act of 1934) в США еще в 1934 году. В законе устанавливались жесткие ограничения на торговлю собственными ценными бумагами инсайдерами - директорами и управляющими корпораций. Собственно США является «родиной» антиинсайдерского законодательства – на втором месте стоит Япония, которая урегулировала инсайдерские сделки в 1948 году, а остальные страны с развитыми рынками начали проявлять внимание к урегулированию этой проблемы появляется лишь начиная с 80-х годов.

В настоящий момент для дальнейшего развития российского рынка ценных бумаг очень важно совершенствование системы его регулирования, неразвитость которой, наряду с макроэкономическими факторами, создает значительные препятствия для входа инвесторов на рынок. И, прежде всего, необходимо ввести новые основополагающие законы, регулирующие рынок ценных бумаг, такие как, в частности, закон об инсайте. Следует отметить, что ФКЦБ России уже разработала проект этого закона и сейчас он активно обсуждается, причем необходимость его введения очевидна. Однако, по мнению автора, по многим вопросам проект требует доработки. Поэтому целью этой работы является выявление несоответствия существующего законодательства объективно сложившейся необходимости урегулирования инсайдерской торговли в нашей стране, а также нахождение возможных путей совершенствования

---

(см. Приложения 1,2)

подготовленного законопроекта, на базе существующего опыта регулирования инсайдерских сделок в США.

## ***Глава 1. Информационное обеспечение рынка ценных бумаг***

Информационное обеспечение развивающихся фондовых рынков, к которым относится и Россия, играет важную роль в их становлении и развитии. Так, одна из главных проблем, которая формулируется представителями западных фирм, делающих или собирающихся делать бизнес в России, это "непрозрачность" российского рынка, недостаток объективной информации о нем.

Эта проблема действительно существует. Однако вызвана она не только представителями информационного бизнеса. Главная причина - общая неразвитость и многоукладность российского рынка, многообразие и противоречивость источников информации о нем, отсутствие единых стандартов на форму подачи информации.

### ***1.1. Раскрытие информации на рынке ценных бумаг***

Российский рынок ценных бумаг с начала своего существования характеризовался наличием дефицита достоверной информации об эмитентах и других участниках рынка. Это связано с тем, что процесс становления предприятий на путь информационной открытости проходил сложно и, как правило, продолжался до тех пор, пока в акционерном обществе не определялся владелец. На первых этапах приватизации руководство предприятий пыталось защитить себя от скупки нежелательным инвестором путем закрытия доступа к любой информации о своей деятельности. Но эти меры не могли привести к

желаемому результату. Заинтересованные лица любыми путями получали нужные им сведения. Часто информация носила искаженный характер, и ее использование приводило к нежелательным последствиям. Такая ситуация продолжала оставаться до тех пор, пока не завершалась борьба за контрольный пакет. "Владельцем" могла стать сама администрация компании, сторонний инвестор, либо оставалось государство.

Таким образом, в первые годы формирования российского рынка ценных бумаг выделились три основные причины дефицита достоверной информации на фондовом рынке. Прежде всего это незаинтересованность большинства предприятий в производстве новых эмиссий и раскрытия информации в условиях "борьбы за контроль", второе - нежелание профессиональных участников рынка раскрывать данные, так как наличие инсайдерской информации позволяет им больше зарабатывать, и наконец, отсутствие системы централизованного сбора и раскрытия информации.<sup>2</sup>

Однако в настоящий момент ситуация меняется: предприятия начинают понимать, что информационная прозрачность рынка позволяет получать им больше инвестиций. Очевидно, что информационная открытость для эмитента - необходимое условие не только успешного размещения эмиссии, но и поддержания ликвидности ценных бумаг в процессе их дальнейшего обращения на фондовом рынке. Любой инвестор, прежде чем принять решение о покупке тех или иных ценных бумаг должен иметь возможность ознакомиться с информацией о финансово - хозяйственном положении эмитента, выпущенных акционерным обществом ценных бумагах, дивидендной истории и др.

---

<sup>2</sup> Бунь Е., Конищева Т., «Дефицит информации на фондовом рынке»,



Все предприятия по степени информационной открытости можно условно разделить на несколько групп:

К первой группе относятся *акционерные общества, проводящие активную политику на рынке ценных бумаг*. Это в первую очередь так называемые "blue chips". Они часто привлекают известные консультационные фирмы для разработки стратегии развития рынка своих акций. Здесь особо выделяются эмитенты, осуществляющие программу по выпуску ADR. Заинтересованность в раскрытии информации проявляют также предприятия, осуществляющие облигационные займы. Эмитенты этой группы как правило имеют специальные службы, которые занимаются вопросами public relations, связями с акционерами, связями со средствами массовой информации. Их отличает высокий профессионализм и знание своего дела. В качестве примера можно привести ЛУКОЙЛ, Мосэнерго, Камаз, Ноябрьскнефтегаз, Черногорнефть, Северский трубный завод, ЮКОС.

Вторая группа - *предприятия, которые как-бы "не против" раскрытия информации о себе*. Руководство таких предприятий больше волнует не вопрос скупки акций предприятия нежелательным инвестором, а проблема использования информации конкурентами. Они не рассматривают фондовый рынок, как источник инвестиций, но в то же время какой-то минимум базовой информации доступен для широкой аудитории. Гораздо более важным направлением руководство компании видит распространение о себе чисто рекламной информации с целью расширения рынков сбыта продукции.

И последний тип - это *предприятия, испытывающие финансовые*

*трудности, и остро нуждающиеся в инвестициях.* Их руководство готово поделиться властью со стратегическим инвестором ради выхода из кризиса. Часть из них ищет денежные средства под инвестиционные проекты, заложенные еще в плане приватизации. Другие готовы к дополнительным эмиссиям акций. Необходимо отметить, что успешное проведение дополнительных эмиссий было осуществлено в незначительном количестве приватизированных предприятий. Это объясняется в первую очередь тем, что спрос на инвестиции со стороны приватизированных предприятий намного превышает предложение, и, кроме того, российский рынок ценных бумаг исторически носит спекулятивный характер. К сожалению, вопрос привлечения денежных средств на фондовом рынке в реальное производство остается пока открытым. Если правительству удастся переломить эту тенденцию, то эмиссии акций, надеюсь, будут рассматриваться предприятиями как реальный способ привлечения инвестиций в производство.<sup>3</sup>

В развитых странах существует целая система внутреннего контроля за соблюдением правил осуществления операций на рынке ценных бумаг, в том числе по раскрытию информации. Нарушение этих правил ведет к существенным финансовым потерям и ущербу деловой репутации участников рынка. Произошли изменения и в отечественном законодательстве - раскрытие информации об эмитенте ценных бумаг теперь обязательное требование, отраженное в законе "О рынке ценных бумаг" (следует, однако отметить, что раскрываемая в соответствии с действующими инструкциями информация, по мнению работников среднего управленческого звена, аналитиков и трейдеров недостаточна для подготовки ответственных решений по вопросам

---

<sup>3</sup> Говоров Д., АО "АК&М", «Информационная открытость эмитентов. Анализ источников информации»,

осуществления крупных сделок и носит скорее справочный характер). Однако за время прошедшее с момента принятия данного закона в России существенно продвинулась теория и практика раскрытия информации. В частности, сегодня уже понятно, что в Законе "О рынке ценных бумаг" де-факто реализованы *две концепции доступа к информации* о рынке ценных бумаг: во-первых, *путем раскрытия информации* - это специализированная процедура, гарантирующая нахождение информации и доступ к ней в заданное время; во-вторых, *путем публикации информации в печати*.

К сожалению, стихийная бумажная публикация разнородной информации не может быть достаточным средством раскрытия информации для функционирования рынка ценных бумаг, особенно учитывая малую скорость распространения бумажной информации и высокую чувствительность рынка к скорости распространения информации. Для этого в Законе было введено понятие раскрытия информации, как средства обеспечения гарантированного нахождения и получения информации в заданное время и с заранее понятными (малыми) ресурсами, потребными на нахождение и получение раскрываемой информации. В частности, в соответствии со статьей 30 Закона "О рынке ценных бумаг" *под раскрытием информации понимается обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации по процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение.*<sup>4</sup> Причем доступность информации подразумевает возможность ее получения без каких либо привилегий. *Существует мнение, что стоит перенести акцент с понятия "раскрытия информации" как одного из институтов инфраструктуры*

---

<http://citforum.unn.ac.ru/abtec/abtec96/174.shtml>

фондового рынка на "раскрытие информации" как действия раскрывателя по предоставлению информации в систему ведомственной и публичной отчетности. В частности под раскрытием информации предлагается понимать действия, осуществляемые в соответствии с установленным порядком, направленным на обеспечение доступности информации, а под доступностью информации понимать существование единой для всех заинтересованных лиц процедуры доступа, гарантирующей нахождение и получение этой информации. Что же касается обозначения рыночного института можно использовать понятие "система раскрытия информации", а также более широкое "инфраструктура поддержки инвестиционных решений", подразумевающие институты доставки широкой публике кроме раскрываемой информации новостей, текущих рыночных цен и аналитических материалов. Причем здесь следует подчеркнуть, что бумажная публикация информации не может считаться достаточной для ее гарантированного нахождения и получения, особенно если информация одного региона России должна быть получена в другом регионе (например, поиск пензенского проспекта эмиссии, зарегистрированного вчера, инвесторами во Владивостоке).<sup>5</sup>

Кроме того, в нынешнем варианте Закона также имеются некоторые расхождения в понимании процедур и способов раскрытия информации, зафиксированные в различных статьях Закона (например, в некоторых случаях в Законе устанавливается минимальный тираж издания, а в некоторых - нет, часть информации должна быть "раскрыта", а часть "опубликована" и т.д.). Эти детали,

---

<sup>4</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 30

<sup>5</sup> Левенчук А. Поправки к Закону "О рынке ценных бумаг" по уточнению понятия "раскрытия информации", 23 марта 1998 года <http://www.ice.ru/exp/market/raskrit.html>

которые казались несущественными в момент написания текста Закона, являются серьезными препятствиями в сегодняшней работе по созданию общерыночной системы раскрытия информации.

В целом же Закон предусматривает требования по раскрытию информации к следующим трем группам участников фондового рынка:<sup>6</sup>

1. Эмитенты публично размещаемых эмиссионных ценных бумаг
2. Владельцы эмиссионных ценных бумаг
3. Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Раскрытие информации открытыми акционерными обществами при осуществлении открытой и закрытой подписки, в процессе осуществления эмиссии ценных бумаг, осуществляется в соответствии с требованиями Федерального закона от 22.04.1996г. № 36-ФЗ “О рынке ценных бумаг”, “Положением о порядке и объёме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путём подписки”, утверждённым постановлением ФКЦБ РФ от 20.04.1998г. № 9, “Положением о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг”, утвержденным Постановлением ФКЦБ России от 11 августа 1998 года № 31 и “Положением о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг”, утвержденным Постановлением ФКЦБ России от 12 августа 1998 года № 32. В целом, как показывает анализ нормативной базы, большая часть требуемой к

---

<sup>6</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 30

раскрытию информации содержится в четырех блоках, представленных в следующей таблице:

| <i>Что раскрывается</i>   | <i>Когда требуется раскрытие</i>  | <i>Когда раскрывается</i>  | <i>Способ раскрытия</i>   |
|---|---|--|---|
| Проспект эмиссии акций, а также изменения и дополнения к нему                               | ·число акционеров / учредителей 500;<br>·объем эмиссии превышает 50000 МРОТ;<br>·при открытой подписке  | Не позднее чем за 2 недели до начала размещения  | Публикуется уведомление о порядке раскрытия информации в периодическом печатном издании с тиражом не менее 50 тыс. экземпляров.   |
| Ежеквартальный отчет эмитента эмиссионных ценных бумаг                                      | Если хотя бы один выпуск эмиссионных ценных бумаг эмитента сопровождался регистрацией проспекта эмиссии | Ежеквартально, не позднее 30 календарных дней после окончания квартала   | Представляется владельцам эмиссионных ценных бумаг эмитента по их требованию за плату, не превышающую накладные расходы по изготовлению брошюры.                                |
| Сообщения о существенных событиях и действиях финансово-хозяйственной деятельности эмитента | Если хотя бы один выпуск эмиссионных ценных бумаг эмитента сопровождался регистрацией проспекта эмиссии | Не позднее пяти дней с момента осуществления этих событий или совершения действий  | Публикуется в "Приложении к Вестнику ФКЦБ" и иных печатных средствах массовой информации, распространяемых тиражом, доступным для большинства владельцев ценных бумаг эмитента. |
| Отчет об итогах выпуска   | При размещении путем открытой подписки  | После регистрации отчета   | Публикуется уведомление о порядке раскрытия информации в периодическом печатном издании с тиражом не менее 50 тыс. экземпляров.   |
| Списки аффилированных лиц   | При размещении путем открытой подписки<br><br>В остальных случаях                                       | Ежеквартально, не позднее 30 дней после окончания отчетного квартала<br>Ежегодно, не позднее 30 дней после окончания отчетного года; | Ежегодно публикуются в средствах массовой информации, доступных для всех акционеров данного АО. Предоставляются акционерам по письменному требованию                            |

В соответствии с Законом "О рынке ценных бумаг" при осуществлении эмиссии, требующей регистрации проспекта эмиссии, эмитент обязан обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте эмиссии, и опубликовать уведомление о порядке раскрытия информации в периодическом печатном издании с тиражом не менее 50 тысяч экземпляров. Эмитент, а также профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие размещение

эмиссионных ценных бумаг, обязаны обеспечить любым потенциальным владельцам возможность доступа к раскрываемой информации до приобретения ценных бумаг. Акционерные общества, хотя бы один раз зарегистрировавшие проспект эмиссии, обязаны раскрывать информацию о своей деятельности в форме ежеквартального отчета эмитента и предоставления сообщений о существенных фактах, затрагивающих его финансово - хозяйственную деятельность. Кроме того, ОАО в обязательном порядке должно публиковать следующие документы: годовой отчет общества, бухгалтерский баланс и счет прибылей и убытков, списки аффилированных лиц общества, соотношение стоимости чистых активов и размера уставного капитала, количество акционеров, информацию о держателе реестра акционеров. Рассмотрим объем информации раскрываемой эмитентом в форме ежеквартального отчета эмитента и сообщений о существенных фактах его деятельности.<sup>7</sup>

Обязанность АО раскрывать информацию о своей деятельности в форме ежеквартального отчета эмитента введена Законом “О рынке ценных бумаг”. Однако порядок составления отчетов и предоставления их в ФКЦБ был определен только в 1998 году Постановлением ФКЦБ “Об утверждении положения о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг”. В соответствии с ним *ежеквартальный отчет должен содержать четыре типа информации*: Во-первых, *данные об эмитенте*, которые в свою очередь включают: наименование эмитента; изменения в наименовании и организационно - правовой форме эмитента; сведения о государственной регистрации эмитента и наличии у него лицензий; ИНН; сведения об аудиторе, о депозитарии эмитента; список

---

<sup>7</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 30

участников, членов совета директоров; структура органов управления; сведения об аффилированных лицах; список филиалов и представительств и т.д. Во-вторых, *данные о финансово - хозяйственной деятельности эмитента*, которые включают: бухгалтерскую отчетность за три последних финансовых года, а также за отчетный квартал; факты, повлекшие увеличение или уменьшение величины активов эмитента более чем на 10 процентов за отчетный квартал, а также повлекшие увеличение в отчетном квартале прибыли (убытков) эмитента более чем на 20 процентов по сравнению с предыдущим кварталом; сделки эмитента в отчетном квартале, размер которых составляет 10 и более процентов от активов эмитента; заемные средства, дебиторская, кредиторская задолженность эмитента, его финансовые вложения и т.д. Третий раздел называется *“Данные о ценных бумагах эмитента”*. Он повторяется в полном объеме для каждого выпуска ценных бумаг эмитента, государственная регистрация которого осуществлена на дату окончания отчетного квартала (включая выпуски, государственная регистрация которых аннулирована в отчетном квартале). Он включает два подраздела: Сведения об акциях эмитента и Сведения об облигациях эмитента. И последний раздел *“Другие данные о ценных бумагах эмитента”* включает: права владельцев акций эмитента; дивиденды (в том числе начисленные) по акциям; ограничения в обращении ценных бумаг и т.д.

Ежеквартальный отчет утверждается советом директоров общества, а при его отсутствии - общим собранием акционеров, подписывается директором общества и главным бухгалтером. Отчет должен быть предоставлен в ФКЦБ не позднее 30 дней после окончания отчетного квартала. Он дополняется копиями протоколов общих собраний акционеров, проведенных в течение отчетного



квартала. Копии отчета предоставляются акционерам за плату, не превышающую расходов на ее изготовление не позднее 7 дней с даты предоставления требования.<sup>8</sup>

*Перечень существенных фактов, информация о которых должна раскрываться АО, определен Законом “О рынке ценных бумаг” и конкретизирован Постановлением ФКЦБ №32: Изменения в списке лиц, входящих в органы управления эмитента; Изменения в размере участия в уставном капитале эмитента, его дочерних и зависимых обществ, лиц, входящих в органы управления эмитента; Изменения в списке владельцев (акционеров) эмитента; Изменения в списке юридических лиц, в которых эмитент владеет долей участия; Изменения в списке лиц, которые обладают 5 и более процентами голосов в высшем органе управления эмитента; Появление в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25 процентами его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида; Разовые или взаимосвязанные сделки эмитента, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет 10 процентов и более от активов эмитента или сумму, превышающую 2 миллиона минимальных размеров оплаты труда, установленных Федеральным законом на дату совершения сделки; Факт, повлекший разовое увеличение или уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10 процентов; Факт, повлекший разовое увеличение прибыли или убытков эмитента более чем на 10 процентов; Реорганизация эмитента, его дочерних и зависимых обществ; Начисленные и (или) выплачиваемые (выплаченные) доходы по ценным бумагам эмитента; Решения общих собраний; Решения, принятые советом директоров; Погашение*

---

<sup>8</sup> Постановление ФКЦБ “Об утверждении положения о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных

ценных бумаг эмитента; Даты закрытия реестра; Возбуждение в отношении эмитента и (или) его дочерних и зависимых обществ процедуры банкротства; Предъявление эмитенту исковых заявлений, которые могут существенно повлиять на его финансовое положение; Сделка, в совершении которой имеется заинтересованность. Сообщения о существенных фактах направляются в отделение ФКЦБ, осуществляющее регистрацию выпуска ценных бумаг эмитента. Кроме того они должны быть опубликованы в двух изданиях: в приложении к “Вестнику ФКЦБ” и в печатных средствах массовой информации, распространяемых тиражом, доступным для большинства владельцев ценных бумаг эмитента. Публикации осуществляются в срок не позднее 5 рабочих дней с момента появления существенного факта.<sup>9</sup>

На наш взгляд, также стоит сказать несколько слов и об ответственности акционерных обществ. В статье 12 Закона №46-ФЗ от 5 марта 1999 г. “О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг” предусмотрено, что федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг за нарушение порядка и сроков раскрытия информации могут быть наложены штрафы: на должностные лица АО - в размере до 200 МРОТ, на эмитентов - в размере до 10 тыс. МРОТ.<sup>10</sup> Нарушение требований Положения о ежеквартальном отчете является основанием для отказа в государственной регистрации выпусков ценных бумаг эмитента, для приостановления эмиссии ценных бумаг, а также для признания выпусков ценных бумаг несостоявшимися.

---

ценных бумаг” №31 от 11 августа 1998 года

<sup>9</sup> Постановление ФКЦБ “О порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово - хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг” №32 от 12 августа 1998 года

<sup>10</sup> Федеральный Закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5.03.99 №46-ФЗ, статья 12

Теперь рассмотрим *обязанности владельца ценной бумаги по раскрытию информации*. Закон “О рынке ценных бумаг” обязывает владельца раскрывать информацию о своих правах на ценные бумаги эмитента в случаях, если он вступил во владение 20% (и более) любого вида ценных бумаг эмитента, а также если его доля владения любого вида эмиссионных ценных бумаг увеличилась либо понизилась до уровня, кратного каждому 5% свыше 20% данного вида ценных бумаг. Владелец обязан раскрыть информацию (которая включает: имя или наименование владельца, наименование эмитента, количество и регистрационный номер данного вида ценных бумаг) не позднее пяти дней после соответствующих действий путем уведомления ФКЦБ.<sup>11</sup> Однако в настоящий момент со стороны ФКЦБ эта ситуация никоим образом не урегулирована, и, естественно, никаких подзаконных актов касающихся раскрытия информации владельцами ценных бумаг до сих пор не опубликовано. На практике *владельцы подобных крупных пакетов эмиссионных ценных бумаг отсылают письма в ФКЦБ в произвольной форме* и, соответственно, можно предположить, что *далеко не все*, так как контролировать подобные ситуации невозможно, да и ответственности за непредоставление информации фактически не предусмотрено.

Кроме того, Закон “О рынке ценных бумаг” предусматривает случаи, когда *профессиональный участник рынка ценных бумаг обязан раскрыть информацию*, содержащую наименования профессионального участника и эмитента ценной бумаги, регистрационный код, количество и цену ценных бумаг. Это происходит в случае, если профессиональный участник в течение квартала совершил сделки с одним видом ценных бумаг одного эмитента количеством превышающим 100%

---

<sup>11</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 30

общего количества данных ценных бумаг, либо совершил единовременную сделку с ценными бумагами количеством превышающим 15% общего количества указанных ценных бумаг. Профессиональные участники обязаны уведомить ФКЦБ не позднее пяти дней после завершения соответствующего квартала или после соответствующей операции. Также профессиональные участники рынка ценных бумаг в случае предложения и (или) объявления цен покупки – продажи эмиссионных ценных бумаг обязаны раскрыть имеющуюся у них общедоступную информацию, раскрываемую эмитентом этих эмиссионных ценных бумаг, или сообщить о факте отсутствия у них этой информации. Имеющаяся у профессионального участника информация предоставляется в случае, если обстоятельства дела, поведение лица, обратившегося к данному профессиональному участнику, и иные факторы свидетельствуют об отсутствии такой информации у обращающихся лиц.<sup>12</sup> Однако все это лишь лишь определено законодательно, но на практике же этот вопрос никоим образом не регулируется, и, на сколько мне известно, профессиональные участники не отчитываются перед ФКЦБ за подобные операции с ценными бумагами.

Таким образом, можно подвести некоторые итоги. *Вопрос раскрытия информации в отечественном законодательстве в полной мере урегулирован лишь касательно эмитентов эмиссионных ценных бумаг, в то время как ответственность владельцев крупных пакетов лишь продекларирована.* Как будет показано ниже законодательство большинства стран с развитыми рынками относит подобных владельцев к разряду инсайдеров и, соответственно, предъявляет достаточно жесткие требования к порядку раскрытия ими

---

<sup>12</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 30

информации. Поэтому очевидна необходимость дальнейшего совершенствования регулирования проблемы раскрытия информации, тем более что это, возможно, значительно более действенный способ борьбы против инсайдерской торговли, нежели наложение на инсайдеров умопомрачительных размеров штрафов и «запугивание» их тюремным заключением.

## ***1.2. Использование инсайдерской информации на рынке ценных бумаг***

Итак, в предыдущем параграфе я рассмотрел вопросы, связанные с раскрытием информации на фондовом рынке. Очевидно, что владение информацией недоступной общественности (то есть нераскрытой) предоставляет участникам фондового рынка неоспоримое преимущество перед другими участниками в совершении сделок с ценными бумагами. *Совершение сделок с ценными бумагами на основе использования неизвестной публике, конфиденциальной информации, как правило, исходящей из руководства компании, в мировой практике регулирования фондового рынка называется инсайдерской торговлей.* Торговля с использованием инсайдерской информации, наряду с мошенническими операциями, относится к числу самых серьезных нарушений на развитых рынках ценных бумаг. С этим явлением борются правительства почти всех стран мира, желая нормализовать биржевую торговлю, привлечь как внутренние, так и иностранные инвестиции. Дело в том, что в развитых странах уже достаточно давно достигнуто понимание того, что торговля с использованием инсайдерской информации подрывает доверие инвесторов к

ценным бумагам, что самым негативным образом отражается на финансовом рынке в целом, а через него и на всем инвестиционном процессе. Вместе с тем этот вопрос неоднозначен. Не во всех странах существуют законы, ее пресекающие. А некоторые экономисты даже считают инсайдерскую торговлю положительным явлением. Если разрешить инсайдерам получать прибыль от торговли на базе лучшей информированности, то это приведет к более быстрому отражению изменения цены на акции. Несмотря на броские заголовки о миллионах долларов, полученных инсайдерами, это скорее исключение. По подсчетам экономистов, средний инсайдер имеет прибыль около 25 тыс. долл. в год.<sup>13</sup>

Впервые вопросы регулирования инсайдерской торговли нашли свое отражение в Законе о фондовых биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) в *США*. В законе устанавливались жесткие ограничения на торговлю собственными ценными бумагами инсайдерами - директорами и управляющими корпораций. На втором месте стоит *Япония*, которая урегулировала инсайдерские сделки в 1948 году в Законе о ценных бумагах и биржах. И все же основное внимание в мире к урегулированию этой проблемы появляется лишь начиная с 80-х годов. В это время во многих странах были впервые приняты законодательные нормы, определяющие некоторые виды торговли ценными бумагами инсайдерами как уголовное преступление. Например, в *Великобритании* в 1985 году принимается Закон о ценных бумагах компаний (об инсайдерах) (Company Securities (Insider Dealing) Act), в *Швейцарии* эти вопросы регулируются с 1988 года со вступлением в силу статьи 161 Швейцарского Уголовного Кодекса (StGB), в *Швеции* в 1990

---

<sup>13</sup> Габдулина И., «Неуязвимые инсайдеры», РЦБ №23 1998 г.

году принимается Закон об инсайдерской торговле, в *Германии* в 1994 году вступает в силу *Zweites Finanzmarktforderungsgesetz* (Второй Закон о развитии финансового рынка), который включает совершенно новую версию Закона о торговле ценными бумагами (*Wertpapierhandelsgesetz*) и т.д. 13 ноября 1989 года Совет Европейского Сообщества принял Директиву 89/592 по инсайдерской торговле (*Council Directive 89/592 coordinating regulations on insider dealing*). В настоящее время все страны ЕС привели свое законодательство в соответствии с данной директивой и, таким образом, она лежит в основе инсайдерского законодательства всех стран ЕС. Кроме того, в 80-е годы Конгресс США принял две поправки к Закону о фондовых биржах (*Insider Trading Sanctions Act of 1984* и *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*), которые ужесточили санкции против инсайдеров за использование внутренней информации.<sup>14</sup>

Антиинсайдерские правовые нормы введены и в законодательство так называемых "возникающих рынков", к числу которых относится и Россия. В отечественном законодательстве проблема ответственности за торговлю с использованием инсайдерской информации отражена лишь в Главе 8 Федерального Закона "О рынке ценных бумаг" "Об использовании служебной информации на рынке ценных бумаг", которая, по сути, лишь определяет понятия "служебная информация", "лица, обладающие служебной информацией", "сделки, совершаемые с использованием служебной информацией". Следует отметить, что антиинсайдерское законодательство большинства стран использует английские термины, позаимствованные из американской нормативно-правовой лексики, в основе которых используется слово "inside". В связи с этим, стоит определиться,

---

<sup>14</sup> Рубцов Б. «Инсайдерская торговля и ее регулирование»

что в дальнейшем понятие “служебной информации” я буду отождествлять с американским термином “инсайдерская информация”, а “лица, обладающие служебной информацией” - с понятием “инсайдеры”. В целом же, механизм контроля, меры воздействия на нарушителей в российском законодательстве в настоящее время отсутствуют. В этом плане в большинстве стран с “возникающими рынками” ситуация, по крайней мере с нормативной базой, значительно лучше. *Хотя без особого преувеличения можно утверждать, что значительная часть сделок с акциями, заключаемых на российском рынке, так или иначе совершается с использованием инсайдерской информации.*

Начнем с понятия инсайдерской информации. В соответствии с Законом “О рынке ценных бумаг” под служебной информацией понимается *“любая не являющаяся общедоступной информация об эмитенте и выпущенных им эмиссионных ценных бумагах, которая ставит лиц, обладающих в силу своего служебного положения, трудовых обязанностей или договора, заключенного с эмитентом, такой информацией, в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг”*<sup>15</sup>. Безусловно, это определение аналогично определениям из зарубежного законодательства. В соответствии с Council Directive 89/592 coordinating regulations on insider dealing в странах ЕС под инсайдерской информацией понимается *необнародованная информация, относящаяся к свободно обращающимся ценным бумагам (transferable securities), которая, будучи опубликована, могла бы оказать значительное влияние на цену указанных бумаг.*<sup>16</sup> К примеру, в Великобритании под термином “инсайдерская информация” понимается *информация, которая не должна раскрываться кроме*

---

<sup>15</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 31



как в ходе обычного режима работы компании и которая может оказать влияние на цены; в Германии - необщедоступные сведения, которые, будучи раскрыты, могли бы серьезно повлиять на рыночные цены, причем исследовательский анализ, проведенный исключительно на базе общедоступной информации, не считается инсайдерской информацией, хотя он может сам по себе оказать серьезное влияние на цены; в Швеции конфиденциальной информацией может считаться предложение о поглощении или информация о состоянии дел в компании, а кроме того информация о предстоящей интервенции центрального банка на денежном рынке, об изменении законодательства или иная информация, способная повлиять на рынок. В Законе "О ценных бумагах и биржах" Японии выделяются три категории информации, относящейся к "инсайдерской": во-первых, информация, связанная с принятием решений в самой компании (выпуск новых акций, слияния и поглощения, выпуск нового продукта или внедрение новых технологических процессов и т.п.); во-вторых, внешняя информация, находящаяся вне контроля компании (потери, связанные с форс-мажорными обстоятельствами, изменения в составе акционеров, банкротство дочерней компании и т.п.); в-третьих, информация, касающаяся финансовых показателей или прогнозов их динамики. В Канаде требования инсайдерского законодательства могут касаться всех существенных фактов (*material facts*), которые не обнародованы (не являются публичными) и которые могут затрагивать изменения в деятельности самой компании, структуре собственности и т.п.,

---

<sup>16</sup> Council Directive 89/592 coordinating regulations on insider dealing, dd. 13.11.89

*которые в состоянии оказать существенное воздействие на рыночную стоимость ее ценных бумаг.*<sup>17</sup>

Очевидно, что в нормотворческом опыте стран с развитыми фондовыми рынками в понятии инсайдерской информации акцент делается на возможность ее влияния на рыночные цены ценных бумаг в случае ее опубликования, в то время в российской практике служебная информация предоставляет преимущества владельцу такой информации перед другими субъектами рынка ценных бумаг. Мне кажется, такая формулировка не совсем корректна, так как, в соответствии с ней, вполне можно предположить что любой (не обязательно существенный) факт финансово-хозяйственной деятельности эмитента, который не является общеизвестным может «предоставить преимущества» его владельцу. И, кроме того, она предполагает, что владелец инсайдерской информации является субъектом рынка ценных бумаг, который может сравниваться с другими субъектами. Например, директор АО в соответствии с законодательством является инсайдером, однако если он не является инвестором или фондовым посредником, его вряд ли можно назвать «субъектом рынка ценных бумаг». Поэтому западная формулировка, на мой взгляд, в большей мере конкретизирует определение инсайдерской информации.

Теперь подробнее остановимся на понятии “инсайдер”. В соответствии со статьей 32 Закона “О рынке ценных бумаг” к лицам, располагающим служебной информацией относятся:<sup>18</sup>

1. Члены органов управления эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, связанного с этим эмитентом договором (здесь

---

<sup>17</sup> Рубцов Б. «Инсайдерская торговля и ее регулирование»

подразумеваются лица, занимающие постоянно или временно в указанных юридических лицах должности, связанные с выполнением организационно-распорядительных или административно-хозяйственных обязанностей, а также выполняющие такие обязанности по специальному полномочию);

2. Профессиональные участники рынка ценных бумаг - физические лица;

3. Аудиторы эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, связанного с этим эмитентом договором;

4. Служащие государственных органов, имеющие в силу контрольных, надзорных и иных полномочий доступ к служебной информации.

В целом этот перечень достаточно традиционен, те же лица относятся к разряду инсайдеров и по законодательству большинства стран, однако существуют отличия. Рассмотрим опыт стран с развитыми рынками в вопросе лиц относимыми их национальными нормативными актами к разряду инсайдеров.

Итак, в *США* к инсайдерам относят директоров и служащих компании - эмитента, а также владельцев пакетов более 10% любой ценной бумаги. В *Японии* выделяются три группы инсайдеров: во-первых, прямые или непосредственные инсайдеры (руководители, служащие и крупные акционеры (более 10% акций) компаний, чьи акции обращаются на биржевом и внебиржевом рынке, а также лица, осуществляющие поглощение данного эмитента, связанные с эмитентом соглашением или обладающие особыми полномочиями в силу своего официального положения по отношению к эмитенту); во-вторых, лица, связанные с листинговой компанией или с компанией-поглотителем; в-третьих, получатели информации от прямых инсайдеров, касающейся существенных фактов в жизни

---

<sup>18</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 32

корпорации или тендерного предложения о приобретении контрольного пакета акций.

В *Великобритании* выделяются две группы инсайдеров: во-первых, лица в настоящее время связанные с компанией или связанные с ней в предыдущие 6 месяцев (директора данной компании или связанной с ней компании, руководители подразделений и сотрудники данной компании, связанной с ней компании, а также лица, которые, в силу своего профессионального положения, имеют связи с данной компанией); во-вторых, лица, связанные с одной компанией, но совершающим сделки с ценными бумагами другой компании и имеющими о последней сведения. Все это также относится к супруге (супругу) и детям. Аналогичные правила касаются государственных чиновников. Им запрещено совершать сделки с ценными бумагами или передавать сведения, полученные в ходе исполнения своих служебных обязанностей, другим лицам.

*Германское* законодательство к инсайдерам относит лица, обладающие служебной информацией в силу следующих причин: являясь членом исполнительного или наблюдательного органа эмитента или в качестве руководящего сотрудника аффилированного лица эмитента; благодаря своему личному участию в компании-эмитенте или в аффилированной с ней компании; благодаря своей работе и профессиональному положению.

Во *Франции* инсайдерами считаются председатель и члены совета директоров, управляющие, члены исполнительного и наблюдательного органа, близкие родственники этих лиц, а также все лица, которые могут, в силу своего служебного положения, иметь доступ к инсайдерской информации.

В *Швеции* к числу инсайдеров относятся члены Совета директоров, исполнительный директор, его замы, прочие члены исполнительного органа, бухгалтера, консультанты, работающие на постоянной основе с эмитентом и имеющие доступ к конфиденциальной информации, а также владельцы более 10% акций или голосующих акций компании. Лицо, получившее информацию о компании от кого-либо из перечисленных выше лиц (tippee), также подпадает под правила об инсайдерах.

В *Канаде* список инсайдеров больше: это любой директор или старший руководитель компании или ее дочерней компании; любое лицо или компания и ее директора и ее старшие руководители, которым принадлежит прямо или косвенно, более 10% голосующих акций (за исключением андеррайтеров в ходе открытой подписки ценных бумаг); директора и старшие руководители компании, которая сама является инсайдером данной компании; а также инсайдерами могут быть служащие компании и просто связанные с компанией лица; лица, сделавшие предложение о покупке контрольного или просто крупного пакета ее акций или лица, имеющие деловые отношения с данной компанией, ее директорами, руководителями или служащими; лица, получившее информацию от любого из указанных выше инсайдеров.

*Швейцарское* законодательство относит в разряд инсайдеров: членов совета директоров, членов исполнительного органа, посредников данной компании (агентов), членов аудиторского органа компании, государственных служащих, подчиненных всех перечисленных лиц, а также лица прямо или косвенно приобретающие конфиденциальную информацию (tippee).<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Рубцов Б.Б. «Инсайдерская торговля и ее регулирование»

Соответственно очевидно, что нормативные акты ряда стран разбивают инсайдеров на две большие группы: «первичные» и «вторичные». К примеру, Япония отдельно выделяет группу получателей информации от прямых инсайдеров, то же в законодательстве Швеции и т.д. Таким образом, *под «первичными» инсайдерами подразумеваются лица, которые в силу своего положения имеют доступ к инсайдерской информации. «Вторичные» инсайдеры – лица получившие инсайдерскую информацию, но не являющиеся «первичными» инсайдерами, имеющими доступ к такой информации.* Причем ограничения инсайдерской деятельности вторичных инсайдеров в национальных законодательствах неодинаковы. Так, передавать инсайдерскую информацию и предоставлять на ее основе рекомендации запрещается вторичным инсайдерам только в нескольких государствах - членах ЕС: в Великобритании (Sec.52(1),Sec. 57(2)Criminal Justice Act 1993), Ирландии (Sec. 108 Companies Act 1990) и Бельгии (Art. 183, 184 Закона о финансовых операциях и финансовых рынках от 4 декабря 1990 г.). В любом случае применение санкций к вторичным инсайдерам предусматривает, что они знали или должны были знать о наличии у используемой ими информации качества инсайдерской.<sup>20</sup>

В некоторых странах существует еще более жесткая регламентация инсайдерской деятельности: лица, получившие рекомендацию указанного типа и знавшие о ее инсайдерской сущности, рассматриваются в качестве вторичных инсайдеров, и на них распространяется общий запрет на использование инсайдерской информации.

---

<sup>20</sup> Шеленкова Н.Б. «Биржевые правонарушения», законодательство, №2-3, 1998 год.

Я уже останавливался на проблеме раскрытия информации на рынке ценных бумаг ранее рассматривая требования к эмитентам, владельцам ценных бумаг и профессиональным участникам. В зарубежном антиинсайдерском законодательстве также отдельно рассматривается проблема раскрытия информации инсайдерами. *Основное правило - инсайдеры обязаны раскрыть информацию обо всех сделках, совершаемые с ценными бумагами своих компаний в течение установленного законами или подзаконными актами срока.* Причем существуют две тенденции в вопросе о том, кому инсайдеры должны раскрывать информацию. В первом варианте нормативные акты некоторых стран *обязывают инсайдеров информировать национальный контролирующий орган.* Так, например, в США каждое лицо, которое напрямую или косвенным образом обладает более чем 10% акций, прошедших регистрацию в Комиссии по ценным бумагам и биржам, а также любой директор или руководитель компании обязан ставить в известность Комиссию путем заполнения специального бланка об имеющихся у него ценных бумагах компании, не позже чем через 10 дней после обретения этого статуса, а также не позже 10 дней по окончании каждого месяца, в течение которого он покупает или продает какие-либо долевые ценные бумаги данной компании.<sup>21</sup> В Японии руководитель или акционер, имеющий более 10% акций, при совершении сделок с ценными бумагами своей компании обязан информировать Министерство финансов не позднее 15-го числа месяца, следующего за месяцем совершения сделки. Так же можно привести опыт Швеции, где инсайдеры обязаны сообщать о принадлежащих им ценных бумагах и всех изменениях величины принадлежащих им пакетов в Финансовую

---

<sup>21</sup> Securities Exchange Act of 1934, Section 16 “Directors, officers, and Principal Stockholders”

инспекцию (Finansinspektionen - основной орган регулирования) при условии, что принадлежащий им пакет состоит по меньшей мере из 200 акций или равен 50 000 крон или более. Точно так же инсайдер обязан сообщать об изменениях пакета супруги(га), детей и иждивенцев. Отчет должен быть направлен не позднее 14 дней с момента, когда та или иная компания стала инсайдером или была совершена сделка.<sup>22</sup>

Второй вариант - *инсайдер информирует непосредственно эмитента ценных бумаг*. К примеру законодательство Великобритании обязывает директоров компаний, а также их супругов и детей уведомлять компанию о своих операциях с акциями и облигациями компании в течение 14 дней после совершения сделки. В Канаде лицо, становящееся инсайдером, обязано предоставлять эмитенту сведения о принадлежащих ему ценных бумагах компании, а также уведомлять о всех изменениях в своем пакете ценных бумаг данного эмитента.<sup>23</sup>

Что касается российской практики, то, можно констатировать тот факт, что в отечественном законодательстве подобные нормы практически отсутствуют. Единственным исключением является статья 30 Закона «О рынке ценных бумаг», которая обязывает владельца 20% и более любого вида эмиссионных ценных бумаг эмитента уведомлять ФКЦБ в течение 5 дней с момента вступления во владения подобным пакетом, а также обязывает уведомлять обо всех изменениях пакета кратных 5% свыше 20% данного вида ценных бумаг также в течение 5

---

<sup>22</sup> Рубцов Б.Б. «Инсайдерская торговля и ее регулирование»

<sup>23</sup> Рубцов Б.Б. «Инсайдерская торговля и ее регулирование»



дней. Однако, как уже говорилось, по - сути, эта статья не более чем теория, и дальше дело урегулирования данного вопроса не пошло.<sup>24</sup>

Безусловно, самые существенные пробелы отечественного законодательства касаются меры ответственности за нарушение положений о торговле с использованием инсайдерской информации. В соответствии со статьей 33 “Сделки, совершаемые с использованием служебной информации” Закона “О рынке ценных бумаг” “лица, располагающие служебной информацией, не имеют права использовать эту информацию для заключения сделок, а также передавать служебную информацию для совершения сделок третьим лицам; лица нарушившие указанное требование несут ответственность в соответствии с законодательством Российской Федерации”. Очевидно, что этот запрет носит чисто декларативный характер, поскольку конкретной меры ответственности в отечественном законодательстве пока не предусмотрено.

Здесь необходимо отметить характерную особенность зарубежного законодательства. Как правило, мера ответственности за нарушение антиинсайдерского законодательства прописана в том же самом специальном нормативном акте о ценных бумагах, где может рассматриваться широкий круг вопросов организации торговли на рынке ценных бумаг. Это касается не только стран англо-саксонского права, но и стран романо-германского права (например Германии, где наказание за нарушение антиинсайдерских норм предусмотрено Законом о торговле ценными бумагами - Wertpapierhandelsgesetz). В России при разработке того или иного закона, касающегося финансовой деятельности, санкции за его нарушение выводятся за рамки данного закона со ссылкой на

---

<sup>24</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 30

уголовное, гражданское административное и прочее законодательство. Юристы при этом обычно ссылаются именно на то, что в России не англо-саксонская, а романо-германская система права, поэтому и меру ответственности в специальном финансовом законе указывать нельзя. Анализ зарубежного законодательства говорит о том, что романо-германское право не является препятствием для того, чтобы ввести статьи о наказании непосредственно в финансовый закон.

В зарубежном опыте существуют значительные отличия в санкциях, применяемых к инсайдерам торговлю с использованием инсайдерской информации. Рассмотрим примеры санкций, предусмотренные законодательствами стран с развитыми фондовыми рынками.

На первом месте по суровости наказания за инсайдерскую торговлю стоит США. SEC вправе через суд требовать наложения на инсайдера штрафа (civil penalty), который в три раза может превышать полученную прибыль или убытков, которых удалось избежать путем противозаконной сделки, а также потребовать уплаты штрафа не только лицом, совершившим правонарушение, но и лицом, которое его контролировало (controlling person). Однако штраф, налагаемый на "контролирующее лицо" не может превышать 1 млн. долларов и накладывается лишь в том случае, если такое лицо проявило полную безответственность в обеспечении режима, позволяющего во-время предупреждать такие нарушения. Также инсайдер несет материальную ответственность перед лицами, которые в период совершения им инсайдерских сделок осуществляли сделки купли-продажи ценных бумаг. Ответственность по данной статье несут и те лица, кто передал инсайдерскую информацию, и те, кто контролировал нарушителя. Таким образом

фактическая величина возмещения может составить неограниченную сумму, определяемую величиной личного богатства нарушителя. Кроме того, в США за нарушение антиинсайдерского законодательства предусматривается возможность получить до 10 лет тюремного заключения.<sup>25</sup>

Законодательство *Японии* предусматривает самое мягкое наказание - не более 6 месяцев тюремного заключения и штраф не более 500 тыс. иен либо и то и другое одновременно. Также штраф в размере до 300 млн. иен может быть наложен на корпорацию в случае, если нарушение допущено ее руководителем или сотрудником. Законодательство *Великобритании* предусматривает тюремное заключение на срок до 7 лет и/или неограниченный штраф или, при слушании дела в суде низшей инстанции - 6 месяцев и/или 5 тыс. фунтов стерлингов штрафа, кроме того инсайдера могут обязать выплатить всю полученную прибыль или сумму, равную величине убытков, которых удалось избежать благодаря инсайдерской торговле. В *Германии* срок заключения за торговлю на базе инсайдерской информации равен 5 годам, а также на инсайдера может быть наложен денежный штраф, однако это наказание не применяется к “вторичным” инсайдерам. Во *Франции* лица, совершившие сделку на базе инсайдерской информации, прежде чем она стала общедоступной, могут быть осуждены на тюремное заключение на срок от 2 месяцев до 2 лет и/или к штрафу от 6 тыс. до 10 млн. франков (размер штрафа может быть равен десятикратной величине полученной от инсайдерской деятельности прибыли). В *Нидерландах* - тюремное заключение до 2 лет и/или штраф не более 100 тыс. гульденов. В соответствии с законодательством *Австралии* физическое лицо на 200 тыс. австралийских

---

<sup>25</sup> Securities Exchange Act of 1934, Section 21A “Civil Penalties for Insider Trading” and Section 20A “Liability to

долларов и/или получить 5 лет тюрьмы, в то время как размер штрафа, налагаемого на корпорации доходит до 1 млн. австралийских долларов. Кроме того инсайдер обязан, вне зависимости от того, осужден он или нет, компенсировать убытки другой стороны в инсайдерской сделке и предоставить отчет о полученной прибыли эмитенту, выпустившему эти ценные бумаги.<sup>26</sup>

Тем не менее, одно дело наличие антиинсайдерского законодательства, а другое - его претворение в жизнь. В настоящее время организации, регулирующие деятельность рынка ценных бумаг, не жалеют сил и средств для поиска хитроумных злоумышленников. Крупнейшие из них - Нью-Йоркская фондовая биржа, Американская фондовая биржа, Национальная ассоциация фондовых дилеров - широко применяют статистические модели, позволяющие выявить незаконные операции по ценным бумагам. Эти модели фиксируют любое существенное отклонение курса акций от его обычной динамики, а также помогают выявить общую тенденцию развития рыночной конъюнктуры и установить, что именно привело к ее нарушению. Кроме всего прочего, сотрудники органов государственного надзора и неправительственные институты имеют в своем распоряжении базы данных с именами тех, кто хотя бы однажды подозревался в разглашении служебной информации, так что пристальное наблюдение нарушителю обеспечено.

Однако на практике участие в такого рода нарушении трудно доказать. К примеру, в Англии Лондонская биржа с 1987 по 1993 г. направила 100 случаев по подозрению в инсайдерстве в Департамент торговли и индустрии, но состоялось

---

Contemporaneous Traders for Insider Trading”

<sup>26</sup> Научно-исследовательский центр «Механизмы предотвращения недобросовестного использования информации инсайдерами на финансовых рынках», М., 1997 г.

лишь 30 судебных разбирательств и было вынесено 13 обвинений. В связи с тем, что обнаружить инсайдерскую торговлю весьма сложно, правительственные агентства внимательно наблюдают за членами рынка. Но и сам рынок реагирует на нее - например, об этом говорят высокие объемы торгов. В “инсайдерский” день около 1% акций компании меняет владельцев, тогда как для обычного дня более типичен объем 0,2%. Исследования Лизы Мюльбрук из Гарвардского университета (An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, Journal of Finance, 1992) показывают, что на самого инсайдера приходится десятая часть объема, однако он дает ясный сигнал для других участников торгов. В Германии за первую половину 1998 году служба передала на рассмотрение в прокуратуру 15 случаев, в которых подозревается участие в сделках инсайдеров. Поправки, внесенные в германское законодательство в соответствии с требованиями ЕС к деятельности инвестиционных компаний, позволят Федеральной службе по контролю за торговлей ценными бумагами контролировать деятельность 7500 компаний, действующих на так называемом “сером” рынке и осуществляющих торговлю ценными бумагами в основном по телефону. В The Wall Street Journal время от времени появляется информация о скандалах с инсайдерами крупнейших международных компаний. В 80-х годах инсайдерская торговля была основной финансовой новостью, когда активные расследования SEC привели к арестам и обвинениям основных деятелей Уолл-Стрит.<sup>27</sup>

Подводя итог всему выше сказанному необходимо подчеркнуть неразвитость российского законодательства в вопросе предотвращения недобросовестного использования информации инсайдерами на фондовом рынке,

---

<sup>27</sup> Габдулина И., «Неуязвимые инсайдеры», РЦБ №23 1998 г.

в то время как фактически во всем мире этой проблеме уделяется заметное внимание. Безусловно, лидерство в антиинсайдерских нормах принадлежит США, где применяются не только самые жесткие санкции в отношении инсайдеров, но, кроме того, здесь эти санкции реализуются чаще и эффективнее чем где либо. На самом деле, дайджест Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC news digest) изобилует примерами нарушений антиинсайдерского законодательства, попавших в поле зрения Комиссии и по которым нарушители понесли наказание разной степени тяжести. Именно по этой причине во второй главе своего диплома я более подробно остановлюсь на вопросе контроля использования инсайдерской информации в США, рассмотрю их законодательную базу и приведу примеры ее нарушений.

## *Глава 2. Регулирование инсайдерской торговли: опыт Комиссии по ценным бумагам и биржам США*

### *2.1. Надзор за рынком ценных бумаг*

Торговля на базе инсайдерской информации, манипулирование ценами, недобросовестные действия брокеров по отношению к своим клиентам и другие нарушения, противодействие которым является одной из форм защиты интересов инвесторов и, следовательно, актуальной функциональной задачей регулирующих органов и организаторов торговли, безусловно оказывают на фондовый рынок самое негативное влияние независимо от состояния экономики и политической обстановки в стране. Поэтому, в целях противодействия нарушениям на рынках ценных бумаг, организаторы торговли разрабатывают соответствующие системы надзора. Составными элементами систем надзора являются:

1. информационно-аналитические средства мониторинга рынков;
2. нормативно-правовая база, регламентирующая процедуры проведения организатором торговли во взаимодействии с государственными регулируемыми органами расследований выявленных нарушений и принятия санкций в отношении участников-нарушителей;
3. функциональное подразделение (службы надзора) в структуре организатора торговли.

Таким образом, надзор за рынком ценных бумаг - совокупность организационно-технических мероприятий, направленных на своевременное выявление и пресечение нарушений законодательства о рынке ценных бумаг,

нормативных актов государственных регулирующих органов, а также правил и требований иных документов организатора торговли. В зарубежном опыте развитие надзора за рынком ценных бумаг происходило следующим образом:

Конгресс США, приняв в 1933, 1934 и 1940 г. соответствующие законодательные акты, основную ответственность за регулирование рынка ценных бумаг возложил на государственный орган - Комиссию по ценным бумагам и биржам. Однако существенную часть своих функций в области текущего надзора за рынком Комиссия передала СРО, т.е. биржам и NASD. Организаторы торговли вправе осуществлять расследования по фактам выявленных нарушений и готовить дела к слушанию в собственных арбитражных судах. Когда для расследования или принятия мер к нарушителям требуются полномочия государственного органа, дела передаются в Комиссию по ценным бумагам и биржам (в первую очередь это относится к случаям инсайдерской торговли).<sup>28</sup>

В то время как, к примеру, на фондовом рынке Германии сложилась несколько иная, отличная от американской, система регулирования. Здесь основными надзорными органами являются Федеральное ведомство по надзору за операциями с ценными бумагами и Государственные земельные комиссариаты, осуществляющие надзор за операциями на биржах, поделенных по территориальному признаку. Например, Комиссариат земли Хессен, контролирующей Франкфуртскую фондовую биржу, имеет собственную автоматизированную систему слежения за рынком и осуществляет практически весь спектр надзорных функций - от выявления фактов нарушений

---

<sup>28</sup> Материалы отчета о предпроектном исследовании ВЦ РАН «Подсистема надзора за финансовыми рынками



законодательства до подготовки дел к слушанию в судах. В составе Франкфуртской фондовой биржи тоже есть служба надзора, которая интегрирована во все этапы заключения биржевых сделок и осуществляет функции контроля за работой биржевого механизма. При обнаружении нарушений законодательства или нормативных актов регулирующих органов служба надзора обязана немедленно информировать Комиссариат, предоставив все необходимые для расследования материалы и изложив свою оценку обстоятельств.

Департамент надзора на Австралийской фондовой бирже был создан в 1989 г. В настоящее время в его работе задействованы 38 сотрудников, разделенных на три отдела. Департамент оснащен автоматизированной системой слежения за рынком SOMA (Surveillance of Market Activity). В задачи отдела мониторинга входит непосредственное наблюдение за торгами с помощью автоматизированной системы и анализ информации, поступающей из других источников. Отдел регулирования и расследований осуществляет расследование и подготовку материалов обвинения, взаимодействуя при этом с участниками рынка, эмитентами и государственными регулирующими органами. Отдел развития проводит работу по совершенствованию системы мониторинга, а также по изучению и внедрению новых технологий надзора.<sup>29</sup>

Теперь остановимся подробнее на *системах мониторинга*, используемых в зарубежной практике. Первые автоматизированные системы слежения за рынком возникли в США в начале 80-х годов, а к середине 90-х системами обладали практически все крупнейшие организаторы торговли на европейских и азиатских

---

ММВБ», РЦБ, №6, 1999 год.

рынках капиталов. Как правило, системы мониторинга на торговых площадках создаются на основе уникальных технологий и не предназначены для тиражирования. При этом организаторы торговли не раскрывают информацию о своих системах, справедливо полагая, что ее раскрытие поможет потенциальным нарушителям. Автоматизированные системы слежения за рынком ценных бумаг состоят из двух функциональных частей: Во-первых, из *сигнальной системы*, регистрирующей необычные изменения ценовых и объемных характеристик финансовых инструментов, а также необычные изменения в поведении участников торгов в течение сессии; во-вторых, из *информационно-аналитической системы*, призванной помочь экспертам интерпретировать полученные сигналы и принять решение о начале расследования по факту манипулирования ценами или инсайдерской торговли.

Системы генерации сигналов о необычных ситуациях на торгах могут быть созданы с использованием трех основных технологий.<sup>30</sup>

*1. Системы регистрации простых отклонений (Rule based systems).*

Сигналы генерируются в тех случаях, когда рыночные параметры финансовых инструментов (цена, объем и количество сделок в единицу времени) отклоняются от своих средних или ранее зафиксированных значений на установленную величину, заданную в абсолютном или относительном исчислении. Основной недостаток таких систем - чрезвычайно высокая вероятность «ложных срабатываний», то есть выдачи сигналов в случаях, когда не требуется вмешательства со стороны службы надзора. Таким образом, использование систем регистрации простых отклонений предполагает достаточно

---

<sup>29</sup> По материалам семинара , Лондон, 13.11.97 г. РЦБ, №6, 1999 год.

трудоемкую работу по анализу и сортировке полученных сигналов. Это снижает оперативность работы службы надзора и обуславливает необходимость содержать большой штат аналитиков. Несмотря на это, подобные системы получили широкое распространение благодаря простоте использования и возможности оперативного изменения настроек. Насколько нам известно, в настоящее время системы регистрации простых отклонений являются основным инструментом подразделений надзора на Австралийской, Франкфуртской и на других фондовых биржах.

*2. Системы, использующие принципы статистического анализа (Statistical Rule based systems).*

Помимо простых отклонений при генерации сигнала могут быть использованы различные методы статистического анализа. Такие системы позволяют корректно учесть характерные внутридневные и сезонные ценовые колебания, а также засечь комбинированные события, то есть случаи, когда ни один из отдельно взятых компонентов не выходит за границы обычного, но в сочетании они дают необычную картину. Например, операции группы участников, действующих на основе предварительной договоренности. Систему используют специалисты службы надзора NASDAQ. Она получила название SWATs - The Stock Watch and Auto-mated Tracking system.

*3. Системы, основанные на сочетании различных методов анализа информации с применением экспертных технологий (Complex systems).*

Работа систем основана на решении задач классификации, моделирования и распознавания образов, а также на использовании экспертных баз знаний,

---

<sup>30</sup> Астанин Э., Салахутдинов В., «Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт», РЦБ, №6, 1999 год.

позволяющих учитывать косвенные связи между событиями. Подобные системы пока не нашли широкого применения, однако известно о попытках их создания на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) и Американской фондовой бирже (AMEX). К примеру, автоматизированная система надзора на Нью-Йоркской фондовой бирже носит название ICASS - Integrated Computer Assisted Surveillance System. Она включает в себя два основных модуля: ISIS - Intermarket Surveillance Information System - информационная система, регистрирующая все сделки на важнейших фондовых рынках США, с указанием нестандартных ценовых и объемных отклонений; и ASAM - Automated Search and Match - база, содержащая данные о более чем 800 тыс. руководителей и должностных лиц из 110 тыс. компаний и филиалов, включая также внешних юристов и аудиторов. В рамках ICASS информация, поступающая из двух подсистем, интегрируется для получения вероятностной оценки того, что необычное поведение финансового инструмента обусловлено инсайдерской торговлей или манипулированием ценами. В разработке системы участвовали внешние консультанты из ведущих американских университетов, среди которых были лауреаты Нобелевской премии.<sup>31</sup>

Как уже упоминалось, помимо системы генерации сигналов специалисты служб надзора располагают информационно-аналитическим инструментарием, используемым для первичного анализа нестандартных ситуаций, возникших на торгах. Обычно для этих целей применяется широкий спектр средств визуализации, а также пакеты статистического анализа и различные информационные базы данных.

---

<sup>31</sup> Материалы отчета о предпроектном исследовании ВЦ РАН «Подсистема надзора за финансовыми рынками

Автоматизированные системы слежения за рынком - не единственный источник информации для служб надзора. Подозрение на наличие манипулятивных или инсайдерских сделок может быть вызвано жалобами инвесторов, сообщениями СМИ и информацией из других источников.

Следующий немаловажный момент касается *пределов компетенции организаторов торговли* при выполнении ими надзорных функций. Ответ на вопрос о том, какие действия следует предпринять организатору торговли после обнаружения нестандартной ситуации, возникшей на торгах, зависит от распределения надзорных полномочий между организатором торговли и государственными регулирующими органами. На зарубежных фондовых рынках, как правило, на организатора торговли возлагаются задачи по выявлению нарушений и проведению предварительного расследования. Эксперты служб надзора имеют право обратиться к участнику торгов или к эмитенту с официальным запросом о предоставлении необходимой для расследования информации. Так, от участника торгов может быть потребован отчет о мотивах совершения подозрительных сделок либо о содержании клиентских поручений для брокера, а от эмитента - информация о корпоративных событиях, способных повлиять на рыночную цену акций (облигаций). Если в процессе расследования выясняется, что нарушены федеральные законы, то материалы передаются в государственные регулирующие органы, обладающие существенно большими полномочиями.

*Служба надзора.* Численность и степень технической оснащенности службы надзора определяется исходя из тех функциональных обязанностей, которые на

нее возложены. Наиболее развиты надзорные подразделения организаторов торговли на фондовом рынке США. Например, на Нью-Йоркской фондовой бирже Группа регулирования, на которую возложены надзорные полномочия, насчитывает более 500 человек. Службы надзора большинства европейских и азиатских фондовых бирж, как правило, располагают существенно меньшим количеством сотрудников, что связано, возможно, с большим весом государственных органов в системах регулирования рынков ценных бумаг.<sup>32</sup>

Какими должны быть службы надзора у российских организаторов торговли? Ответить на этот вопрос в настоящее время сложно. С одной стороны, работа по контролю за операциями участников на рынке трудоемкая и требует квалифицированных специалистов; с другой - в нынешних условиях немногие торговые площадки могут позволить финансирование проектов, которые теоретически являются «затратными». Хотя здесь можно привести аргументы, свидетельствующие об обратном: защита рынка от негативного воздействия со стороны недобросовестных участников существенно снизит нерыночные риски. Это позволит привлечь большее число инвесторов, что, в свою очередь, вызовет повышение ликвидности, а с ней авторитета и доходов организатора торговли.

В заключение отмечу, что, учитывая нынешнее кризисное состояние российского рынка ценных бумаг, определить рациональную модель построения механизма надзора представляется проблематичным. Тем не менее надзор за рынком ценных бумаг со стороны организаторов торговли является общепринятой мировой практикой. Поэтому работу по его развитию целесообразно осуществлять заблаговременно совместными усилиями

---

<sup>32</sup> Астанин Э., Салахутдинов В., «Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт», РЦБ, №6, 1999 год.

регулирующих органов и профессиональных участников фондового рынка.

## ***2.2. Основы нормативного регулирования инсайдерской торговли в США***

Между государственными органами, регулирующими рынок ценных бумаг США, сложилось четкое разделение полномочий, сфер контроля и ответственности: корпоративные выпуски относятся к компетенции SEC; на рынке государственных обязательств главная роль принадлежит Казначейству и ФРС; производными финансовыми инструментами кроме SEC занимается Комиссия по торговле на рынках срочных товарных сделок (CFTC). Отдельные биржевые операции, существенно влияющие на различные части финансового рынка, также контролируются ФРС, отвечающей за состояние денежно-кредитной сферы в целом. К примеру, величина маржевого покрытия законодательно фиксируется ФРС в общенациональном масштабе на достаточно высоком уровне. Цель этого - исключить негативное влияние маржевых операций на кредитный рынок.<sup>33</sup> Однако, основная ответственность за регулирование рынка ценных бумаг лежит на SEC, которая, в свою очередь, передала существенную часть своих функций в области текущего надзора за рынком CPO, то есть биржам и NASD.

Как уже было сказано, США – являются родиной антиинсайдерского законодательства. Поэтому, на мой взгляд, имеет смысл рассмотреть более подробно нормативные процедуры, применяемые к нарушителям

антиинсайдерского законодательства в США, где эти вопросы являются наиболее разработанными, а, кроме того, здесь не только самые жесткие правовые нормы в отношении инсайдеров, но и органы надзора и регулирования чаще, чем где либо реализуют эти правовые нормы, применяя их на практике. Дайджест SEC изобилует примерами нарушений антиинсайдерского законодательства, попавших в поле зрения Комиссии и по которым нарушители понесли наказание разной степени тяжести. «Крестовая война против инсайдеров – так часто характеризуют американские средства массовой информации отношение SEC к данной проблеме.

Законодательная база регулирования инсайдерской торговли заложена в *Законе о фондовых биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934)*. Этот Закон запрещает торговлю на базе существенной (material) необщедоступной (non-public) информации или передачу другим лицам подобной информации (tipping). Т.е. ответственность несет лицо, сообщившее информацию, лицо получившее информацию и совершившее сделку на основе этой информации, а также любое лицо, которое сознательно помогало совершать сделку на базе инсайдерской информации. Кроме того SEC распространила законодательные основы, заложенные в правиле 10b-5 на инсайдерскую торговлю. Законодательство об инсайдерской торговле содержит два основных направления: первое касается запрета использования необщедоступной информации в торговле ценными бумагами, а также вопросов раскрытия информации инсайдерами, второе касается санкций, налагаемых на нарушителей законодательства об инсайдерской торговле.

*SEC применяет термин "инсайдерская торговля" к покупке или продаже*

---

<sup>33</sup> Сухова О. «Организация рынка ценных бумаг США», РЦБ, №2 за 1998 год



ценной бумаги, с нарушением обязанностей доверенного лица или других отношений траста и конфиденциальности, в связи с владением существенной (*material*), необщедоступной (*non-public*) информацией, которая может повлиять на биржевую цену ценной бумаги. Инсайдерские правонарушения включают в себя также передачу (*tipping*) такой информации, лицами, получившими ее от других инсайдеров (*tipped*) или лицами непосредственно незаконно присвоившими эту информацию. Примеры случаев инсайдерской торговли, которые были приведены Комиссией включают дела против: управляющих, директоров, и служащих, которые совершали сделки с ценными бумагами корпорации после получения существенной, конфиденциальной информации о корпорации; друзья, деловые партнеры, члены семьи, и другие лица, связанные с руководителями, директорами, и служащими, которые торговали ценными бумагами после получения такой информации; госслужащие, банковские служащие, маклеры и служащие печатных издательств, которые получали такую информацию, в связи с оказанием услуг корпорации чьи ценными бумагами они торговали; правительственные служащие, которые овладели такой информацией в силу их занятости в правительстве; и другие люди, которые незаконно присвоили и воспользовались преимуществом владения конфиденциальной информацией. Поскольку инсайдерская торговля подрывает доверие инвесторов, этику рынков ценных бумаг, одно из приоритетных направлений работы Комиссии - обнаружение и судебное преследование лиц, торгующих на базе инсайдерской информации.<sup>34</sup>

Предположим, некий президент публично продаваемой корпорации, у

---

<sup>34</sup> SEC «Insider Trading: Information on Bounties» <http://www.sec.gov/enforce/insider.htm>

которой возникли финансовые проблемы, обладает крупным пакетом акций компании. На совете директоров принимается решение о банкротстве, объявление о котором последует через час. Продавая свои акции до публичного объявления, он нарушает правило 10b-5 и раздел 10 акта 1934 г. Теоретически согласно закону об ответственности инсайдера его можно охарактеризовать как торговца акциями, опирающегося на внутреннюю материальную информацию, который знает, что информация не доступна широкому кругу инвесторов. Материальной информацией является та, которая необходима рядовому инвестору для принятия инвестиционных решений. Внутренняя - та, которая не известна широкому кругу инвесторов. Лица, обладающие такой информацией, должны либо воздержаться от торговли, либо подождать, пока информация распространится, честно выполняя свои обязанности перед инвесторами и корпорацией.

Мало того, SEC распространяла силу действия раздела 10 и правила 10b-5 на прибыль, полученную в результате молчания трейдера о необщедоступной информации, что являлось манипуляцией, обманом. Пользователи такой информации рассматривались как «временные инсайдеры» и были ответственны за распространение конфиденциальной информации наравне с инсайдером. Если вы узнали что-то от инсайдера, то не вправе использовать такую информацию. Например, 29 июня 1997 г. в The Wall Street Journal содержалась новость о том, что Верховный суд США выделил так называемую теорию незаконного присвоения как отличную от инсайдерства. Если человек признался, что пользовался необщедоступной информацией, как, например, психиатр, узнавший что-то от пациента, или юрист, фирма которого консультирует компанию-эмитента, он не может быть обвинен в инсайдерстве. Другое дело, что он будет

вынужден признаться в содеянном и скорее всего его впоследствии уволят.<sup>35</sup>

20 июля 1998 г. закончился процесс по делу Джозефа Пенны, который воспользовался секретными данными 1988-1991 гг. AT&T тогда планировала приобрести четыре компании, и 20 человек в связи с этим были обвинены в использовании инсайдерской информации. Джозеф Пенна получил прибыль в размере \$36671, но в последствии представил доказательства своей финансовой несостоятельности, после чего его освободили от ответственности и от штрафа. 10 апреля 1997 г. датский бизнесмен и принадлежащая ему холдинговая компания согласились заплатить 386109 долл. за инсайдерскую торговлю. Без какого-либо подтверждения или отрицания ведения такого рода деятельности Майкл Джонссон и Objective Invest Holding SA согласились вернуть прибыль в \$186849 плюс проценты и штраф. От комментариев, как водится, отказались и сам мистер Джонссон, и представители его компании, и его адвокат. В октябре SEC обвинила господина Джонссона и Objective Invest Holding SA в продаже акций компании Olicom, датского производителя программных продуктов, и покупке опционов «пут» в надежде на падение курса акций. Сделка была совершена через банк в Люксембурге непосредственно перед объявлением об ожидаемых потерях компании за I кв. 1996 г. В то время господин Джонссон являлся вице-президентом отдела международного сбыта Olicom, откуда впоследствии и был уволен.<sup>36</sup>

30 апреля 1997 г. плачевно закончилась авантюра двух жителей Арканзаса. Виллард Вайтерхурст и его зять Дэвид Шмидт, врач скорой помощи, должны были уплатить более \$220 тыс. штрафа и вернуть полученную прибыль. Господин

---

<sup>35</sup> Габидулина И., «Неуязвимые инсайдеры», РЦБ, №23, 1998 год.

Вайтерхурст является вице-президентом отдела распространения в Mark IV Dayco Products, входящей в состав компании Mark IV Industries Inc. SEC обвинила его в получении информации через свое подразделение о слиянии компании с Purolator Products Co. После получения данных он поручил своему зятю купить акции Purolator, что тот и сделал в период с 20 по 23 сентября - 575 для тестя и 4325 для себя. Будучи по натуре добрым человеком, он посоветовал сделать это друзьям, и еще 3 человека приобрели эти акции. После слияния компаний в октябре 1994 г. все пятеро продали акции и получили \$109483, Вайтерхурст - \$4241, доктор Шмидт - \$31172 и три друга - \$74070. В наказание доктор Шмидт заплатит \$105242, включающие прибыль трех неназванных лиц, плюс \$23333 процентов и \$68207 штрафа гражданской ответственности; Вайтерхурст соответственно - \$4241, \$940 и \$19827 долларов.<sup>37</sup>

Таким образом, причина запрета торговли инсайдеров с целью извлечения прибыли - предотвращение использования доступной для них информации. Так как Комиссия не может наверняка определить, когда секретная информация используется ненадлежащим образом, в соответствии с параграфом 16 Закона о фондовых биржах 1934 г любая прибыль, полученная инсайдером в течение 6 месяцев в результате покупки или продажи ценной бумаги, признается недействительной (на этом вопросе я подробнее остановлюсь ниже). Кроме того, следует отметить, что *параграф 16 Закона о фондовых биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) SEC относит к инсайдерам две группы лиц: во-первых, владельцев более 10% любой ценной бумаги компании-эмитента; во-вторых,*

---

<sup>36</sup> Габидулина И., «Неуязвимые инсайдеры», РЦБ, №23, 1998 год.

<sup>37</sup> Габидулина И., «Неуязвимые инсайдеры», РЦБ, №23, 1998 год.

*директоров или руководителей компании-эмитента.*<sup>38</sup>

Однако на практике вопрос о том, кого можно отнести к «инсайдерам» решался не столь однозначно. В одном из самых известных процессов против компании «Texas Gulf Sulfur» (1965 – 1966 гг.) SEC через суд добилась конфискации прибылей от операции с ценными бумагами не только у самих инсайдеров компании, но и у лиц, которые, получив от инсайдеров информацию, купили ее акции до того, как появилось официальное сообщение об открытии на принадлежащем компании участке Кидд-Крик в провинции Онтарио огромных запасов руды. Таким образом Комиссия решила наказывать не только тех, кто информирует, но и тех, кто воспользовался инсайдерской информацией. Однако в дальнейшем она в этом не преуспела. В деле против «Chiarella» Комиссия попыталась обвинить нескольких служащих полиграфического концерна в том, что они могли, соединив отдельные части печатающихся проспектов поглощений, получать внутреннюю информацию и пользоваться ею. Суд, однако, постановил, что Закон 1934 года не предусматривает наказания при подобных обстоятельствах.<sup>39</sup>

В другом случае SEC возбудила дело против Раймонда Диркса, аналитика по ценным бумагам, который раскрыл крупный обман в отчетности быстрорастущей страховой компании «Equity Funding Corporation». Диркс заявил, что он просто сделал то, что обязан сделать на его месте любой хороший аналитик, то есть вскрыл правду и рассказал о ней своим клиентам. Комиссия же настаивала, что, сообщив клиентам о мошенничестве, он незаконно воспользовался “внутренней” информацией. После неоднократной подачи апелляций Диркс в конечном счете

---

<sup>38</sup> Securities Exchange Act of 1934, Section 16 “Directors, officers, and Principal Stockholders”

выиграл процесс, и с тех пор Комиссия стала проявлять большую осторожность в трактовке значения слова “инсайдер”. Но тем не менее до сих пор встречаются случаи очевидных нарушений закона. Несколько подобных нарушений всплыли на поверхность в 1986 году, когда SEC возбудила процесс против управляющего директора инвестиционной банковской фирмы «Drexel Burnham Lambert», за то, что он совершал операции с ценными бумагами на основе конфиденциальной информации, полученной от других инвестиционных банков – клиентов его фирмы. В аналогичных нарушениях оказались виновны адвокат одной из нью-йоркских юридических фирм и два арбитражера. Принимая во внимание суммы денег «на кону» и характер человека, можно смело утверждать, что и другие люди раньше или позже могут пасть жертвой искушения и будут преследоваться Комиссией за совершение сделок на основе инсайдерской информации.<sup>40</sup>

### ***2.3. Санкции***

В 80-е годы Конгресс США принял две поправки к Закону о фондовых биржах, ужесточившие наказание инсайдеров (*Insider Trading Sanctions Act of 1984* и *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*). В результате в Законе о фондовых биржах появились два новых параграфа: 20А и 21А. Поправка 1988 г. также увеличила уголовное наказание за нарушение Закона. Штраф для физических лиц был увеличен со \$100 тыс. до \$1 млн. и с \$500 тыс. до \$2,5 млн. для юридических лиц. Максимальный срок тюремного заключения был повышен

---

<sup>39</sup> Ричард Дж. Тьюлз, Эдвард С. Брэдли, Тэд М. Тьюлз «Фондовый рынок» 6-е издание, ИНФА-М, 1997 год.

<sup>40</sup> Ричард Дж. Тьюлз, Эдвард С. Брэдли, Тэд М. Тьюлз «Фондовый рынок» 6-е издание, ИНФА-М, 1997 год.

до 10 лет.<sup>41</sup>

В соответствии с параграфом 21А если какое-либо лицо нарушает положения Закона 1934 г. об инсайдерской торговле или любое правило Комиссии, изданное во исполнение Закона, *SEC имеет право требовать наложения штрафа (civil penalty)* через окружной суд Соединенных Штатов непосредственно на нарушителя инсайдерского законодательства. Кроме того, *SEC может требовать уплаты штрафа не только лицом, совершившим правонарушение, но и лицом контролирующим инсайдера (controlling person)* во время совершения им противоправных действий.

Сумма штрафа, налагаемого на нарушителя антиинсайдерского законодательства устанавливается судом в свете всех фактов, однако он не может превышать полученную прибыль или убытков, которых удалось избежать путем противозаконной сделки, более чем в три раза.

Сумма штрафа, налагаемого на "контролирующее лицо" также устанавливается судом в свете всех фактов, но не может превышать \$1 млн. для физических лиц или более чем в три раза превышать прибыль или убытки, которых удалось избежать противозаконными действиями нарушителя.<sup>42</sup>

Ответственность «контролирующих лиц» возникает только в тех случаях, если такие лица заведомо знали или опрометчиво игнорировали факты, указывающие на участие «управляемых лиц» в противоправных действиях, в случае если после установления такого факта не предприняли никаких действий для предотвращения правонарушения, а также если «контролирующее лицо» проявило полную безответственность в обеспечении режима, позволяющего во-

---

<sup>41</sup> Рубцов Б., «Инсайдерская торговля и ее регулирование», М., 1997 год

время предупреждать такие нарушения. Однако оговаривается, что никакое лицо не может быть привлечено к ответственности только на основании того факта, что оно «контролировало» лицо, которое в судебном порядке обязали выплатить штраф.

SEC имеет право полностью или частично, при совершении определенных условий или безоговорочно, снимать условия этого параграфа с отдельного лица или определенной сделки, если Комиссия считает это необходимым для защиты прав инвесторов.

В данном параграфе понятия "полученная прибыль" или "убытки, которых удалось избежать" определяются как разница между ценой покупки или продажи ценной бумаги и ценой той же ценной бумаги спустя некоторое время после того, как информация, на основе которой совершалась сделка, стала общедоступной.<sup>43</sup>

Согласно параграфу 20А *лицо, нарушающее положения Закона об инсайдерской торговле, несет материальную ответственность перед теми лицами, которые в период совершения им инсайдерских сделок осуществляли сделки купли-продажи ценных бумаг.* Однако общая сумма возмещения не должна превышать полученную от противозаконных сделок или убыток, которого инсайдеру удалось избежать. Также общая сумма компенсации должна быть уменьшена на суммы выплат SEC, наложенных по решению суда, касающиеся данной противозаконной сделки. Ответственность по данной статье несут и те лица, кто передал инсайдерскую информацию, и те, кто контролировал нарушителя.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Securities Exchange Act of 1934, Section 21A "Civil Penalties for Insider Trading"

<sup>43</sup> Securities Exchange Act of 1934, Section 21A "Civil Penalties for Insider Trading"

<sup>44</sup> Securities Exchange Act of 1934, Section 20A "Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading"



Иск по нарушениям параграфов 20А и 21А может быть подан не позже чем через 5 лет после нарушения, что значительно превышает сроки исковой давности по иным специальным гражданским правонарушениям.

Очевидно, что с вступлением в силу этих параграфов, в значительной мере снизило соблазн использовать инсайдерскую информацию для совершения сделок. Действительно, на практике фактическая величина возмещения может составить весьма «круглую» сумму, ограниченную лишь благосостоянием нарушителя, к примеру, общая величина исковых требований к Майклу Милкену - крупнейшему специалисту по "бросовым облигациям" (junk bonds) составила \$4 млрд. В действительности же он уплатил \$100 млн. и получил 10 лет тюрьмы в 1990 г.<sup>45</sup>

#### ***2.4. Вознаграждение информаторам***

В соответствии с параграфом 21 А (е) Закона о фондовых биржах 1934 г. Комиссия имеет право выплачивать вознаграждение информаторам из суммы гражданского штрафа, изъятого у нарушителя антиинсайдерского законодательства. Цель выплаты вознаграждения информаторам обусловлена намерением Конгресса Соединенных Штатов поощрить людей, предоставляющих информацию относительно возможной инсайдерской торговли. За некоторыми исключениями, *любое лицо, сообщившее информацию, которая позволила вывести на "чистую воду" инсайдера, совершившего противозаконную сделку с ценными бумагами, лицо, предоставившее такую информацию инсайдеру или*

лицо, непосредственно контролировавшее инсайдера, в случае, если эта информация привела к наложению гражданского штрафа на нарушителей, имеет право на получение денежного вознаграждения. Сумма вознаграждения, выплачивается из штрафа, который накладывается на нарушителя по решению суда. Напомню, что максимальный размер штрафа может достигать до трехкратного размера полученной в результате противоправных действий прибыли или избеженных убытков. Вознаграждение может получить любое лицо, предоставившее соответствующую информацию, однако общий размер выплаченного вознаграждения не может превышать 10% суммы штрафа.

Все вопросы, касающиеся выплаты вознаграждения, его размера, а также вопросы определения лица имеющего право на получение вознаграждение находятся на собственном усмотрении Комиссии. Любое решение Комиссии, касающееся этих вопросов, окончательно и не подлежит судебному рассмотрению. Решение о выплате вознаграждения принимается лишь после того, как соответствующий судебный орган вынес решение о выплате штрафа и деньги перечислены на соответствующий счет. Комиссия, при определении размера вознаграждения, рассматривает следующие факторы:

- важность информации, предоставляемой претендентом;
- предоставлялась ли информация добровольно;
- существование других заявлений по данному вопросу; и сумма штрафа из

которого вознаграждение может быть выплачено.

Комиссия не имеет права на выплату вознаграждения информатору в соответствии с параграфом 21А (е) Акта о фондовых биржах 1934, если он не

---

<sup>45</sup> Рубцов Б., «Инсайдерская торговля и ее регулирование», М., 1997 год.

зарегистрировал письменное заявление, которое соответствует требованиям этого подпараграфа и, по запросу, не обеспечивает получение дополнительной информации, которую Комиссия, или ее штат считает уместным получить. В соответствии с правилом 63 подача заявления о выплате вознаграждения производится в течение ста восьмидесяти дней после вынесения судебного решения о выплате штрафа. Заявления и поправки к ним должны быть адресованы: Office of the Secretary, Securities and Exchange Commission, 450 Fifth Street N.W., Washington, D.C., 20549.<sup>46</sup>

Правило 64 определяет содержание бланка заявки и объем требуемой информации. В соответствии с ним, каждое заявление в шапке должно содержать фразу "Заявление на вознаграждение", а также текст его должен содержать информацию, соответствующую требованиям правил Комиссии, то есть детальное содержание информации, которой обладает претендент касательно инсайдерской торговли. Кроме того, (как предусмотрено Правилем 65) каждое заявление должно содержать идентификационную запись и адрес отправителя, а также подпись претендента. Если бланк заявления не содержит информацию об инсайдерской торговле, которую предоставляет претендент, то он должен содержать дату и время, когда эта информация предоставлялась, а также должны быть указаны сотрудники Комиссии, получившие информацию от претендента. В случае, если информация предоставлялась анонимно, то заявление должно содержать данные, достаточные для подтверждения того факта что лицо, регистрирующее заявление, является лицом предоставившим Комиссии информацию об инсайдерских правонарушениях. Кроме того, оговорено, что в

---

<sup>46</sup> SEC «Insider Trading: Information on Bounties», <http://www.sec.gov/enforce/insider.htm>

бланке заявления может быть опущена часть, содержащая адрес и подпись претендента при условии, что они представлены в соответствии с поправкой к заявлению. Любая поправка к Заявлению также должна быть зарегистрирована в срок не позднее ста восьмидесяти дней после вынесения судебного решения о выплате штрафа. В соответствии с Правилom 67 Заявление может регистрироваться исполнителем, администратором, или другим юридическим представителем лица, предоставляющего в Комиссию информацию позволяющую наложить штраф на инсайдера, совершившего противозаконную сделку с ценными бумагами, а также родителями или опекунами этого лица. В этих случаях к Заявлению должны прилагаться документы, удостоверяющие полномочия законного представителя зарегистрировать Заявление.<sup>47</sup>

В практике Комиссии не раз отмечались случаи, когда информатор желал остаться неизвестным. Как правило Комиссия выплачивает вознаграждение только тем претендентам, которые раскрывают свою личность и адрес отправителя, однако эта информация может быть дополнительно отправлена с более поздней поправкой к заявлению. Поправка должна быть зарегистрирована не позднее 180 дней после вынесения судебного решения о выплате штрафа. В случае если анонимный претендент, будет не в состоянии зарегистрировать эту Поправку (а также любое лицо, которое будет не в состоянии подать письменное заявление) берет на себя риск невыплаты вознаграждения в силу несвоевременной регистрации Заявления, а также того факта, что штраф уже покрыт. Как правило, Комиссия сохраняет конфиденциальность источника, однако в некоторых случаях раскрытие источника требуется юридически, если это необходимо для защиты

---

<sup>47</sup> SEC «Insider Trading: Information on Bounties», <http://www.sec.gov/enforce/insider.htm>

общественного интереса Комиссии в суде. Например, суд может потребовать раскрытие такой информации во время слушания дела. В этом случае Комиссия должна предоставить доказательство существования претендента на вознаграждение, чтобы гарантировано выиграть в суде. Следовательно, ни Комиссия ни ее штат не могут дать никаких гарантий конфиденциальности источника, так как такие гарантии конфиденциальности невозможны.

Кроме того, лицо, желающее предоставить SEC информацию, которая позволяет наложить штраф на инсайдера, совершившего противозаконную сделку с ценными бумагами, лицо, предоставившее такую информацию инсайдеру или лицо, непосредственно контролировавшее инсайдера, может предоставить ее любыми удобными ему средствами. Комиссия особо поощряет лиц, владеющих информацией о торговле на базе инсайдерской информации, предоставляющих такую информацию в письменной форме, либо в момент совершения подобных противозаконных действий, либо по возможности скорее после совершенных противозаконных действий. Предоставление информации в письменной форме уменьшает возможность ошибки и минимизирует последующие трудности и возможные споры.<sup>48</sup>

## ***2.5. Раскрытие информации инсайдерами***

Вопросы раскрытия информации инсайдерами нашли свое отражение в параграфе 16 Закона о фондовых биржах 1934 года. Соответственно, пункт «а» обязывает любое лицо, которое непосредственно или косвенно владеет более 10%

акций компании - эмитента, прошедших регистрацию в Комиссии в соответствии с параграфом 12 этого закона, а также директоров или руководителей компании - эмитента этих акций, уведомить Комиссию путем заполнения специального бланка с указанием количества ценных бумаг данного эмитента не позднее десяти дней с момента приобретения статуса владельца, директора, или руководителя, либо в пределах десяти дней после завершения каждого календарного месяца, если в течении месяца произошли изменения в пакете ценных бумаг. В последнем случае в Комиссию предоставляется отчет, с указанием собственности на конец календарного месяца, и все изменения в пакете, которые произошли в течение календарного месяца.<sup>49</sup>

Требования по предоставлению информации инсайдерами касаются акций тех эмитентов, которые имеют листинг на фондовых биржах или торгуются на внебиржевом рынке при величине активов компании, превышающей \$5 млн. и количестве акционеров более 500. Требования, касающиеся запрета использования необщедоступной информации в личных целях, относятся ко всем ценным бумагам.

Многие публичные компании в США вносят в свои правила требования, согласно которым любой ответственный сотрудник компании обязан испросить предварительное разрешение у высшего исполнительного органа компании на совершение сделки с ценными бумагами своей компании.<sup>50</sup>

Это правило было введено для того, чтобы Комиссия и акционеры имели возможность следить за действиями таких акционеров, которые могут ради

---

<sup>48</sup> SEC «Insider Trading: Information on Bounties», <http://www.sec.gov/enforce/insider.htm>

<sup>49</sup> Securities Exchange Act of 1934, Section 16 “Directors, officers, and Principal Stockholders”

<sup>50</sup> Рубцов Б., «Инсайдерская торговля и ее регулирование», М., 1997 год.

получения прибыли спекулировать своими акциями, опираясь на «внутреннюю» информацию. Информация о сделках инсайдеров, регистрируемая в Комиссии, подлежит раскрытию публике (made public) (доступна для всех желающих с ней ознакомиться). С точки зрения специалистов по техническому анализу она является важным индикатором, за которым необходимо вести наблюдение.

## ***2.6. Краткосрочные прибыли инсайдеров***

Еще одно положение Закона ограничивает право инсайдеров спекулировать акциями своих компаний. Конкретно пункт «b» параграфа 16 Закона о фондовых биржах 1934 года предоставляет компании-эмитенту право взыскать в свою пользу всю прибыль, полученную инсайдером при торговле ее акциями (или производными от них инструментами), если прибыль получена в результате операций купли-продажи или продажи-купли за период менее шести месяцев. Судебный иск может быть установлен законодательно или может быть возбужден либо эмитентом в любом суде компетентной юрисдикции, либо владельцем любой ценной бумаги эмитента в интересах и от имени эмитента, если эмитент не в состоянии возбудить иск сам или откажется от его возбуждения в течение шестидесяти дней после запроса, а также в случае, если эмитент не в состоянии с соответствующим усердием преследовать по суду нарушителя. Однако, также оговорено, что подобный иск не может быть возбужден по прошествии двух лет с даты получения прибыли.<sup>51</sup> Также стоит отметить практику большинства публичных компаний США, которые вносят в свои правила требования, согласно

которым любой ответственный сотрудник компании обязан испросить предварительное разрешение у высшего исполнительного органа компании на совершение сделки с ценными бумагами своей компании.

Цель этого положения – предотвратить спекуляции инсайдеров акциями своих компаний на основе владения конфиденциальной информацией. Однако положение закона не может предотвратить спекуляции, прибыль от которых реализуется спустя шесть месяцев и более после покупки или продажи акций, что, вероятно, происходит достаточно часто.

Данный раздел закона подвергался критике за то, что высшие руководители в результате этого утрачивают интерес к владению акциями. Однако по крайней мере одна возможность обойти закон в этом вопросе существует: например, ничего нельзя поделать с исполнительным директором сталелитейной компании, который, будучи уверенным в хороших перспективах развития черной металлургии в целом, купит акции другой сталелитейной компании. Конечно, он делает это на основе «внутренней» информации, но в этом случае его возможности получить прибыль будут не столь определенны. А использование конфиденциальной информации – не столь очевидно. В известном смысле это положение закона направлено на формирование предпринимательской этики и отход от распространенной до первой мировой войны практики, когда сразу же после окончания заседания совета директоров, на котором объявлялись размеры дивидендов или их отсутствие, его участники бежали к ближайшему телефону и отдавали своим брокерам приказы покупать или продавать акции до того, как информация становилась общеизвестной.

---

<sup>51</sup> Securities Exchange Act of 1934, Section 16 “Directors, officers, and Principal Stockholders”



В одном из самых известных процессов против компании «Texas Gulf Sulfur» (1965 – 1966 гг.) SEC через суд добилась конфискации прибылей от операции с ценными бумагами не только у самих инсайдеров компании, но и у лиц, которые, получив от инсайдеров информацию, купили ее акции до того, как появилось официальное сообщение об открытии на принадлежащем компании участке Кидд-Крик в провинции Онтарио огромных запасов руды.<sup>52</sup>

## ***2.7. Короткие продажи инсайдеров***

В законе о Фондовых биржах 1934 года существует положение о коротких продажах инсайдеров, во многом сходное с положением о краткосрочных прибылях. Конкретнее, закон запрещает инсайдерам продавать акции эмитента в случае, если они не являются их собственниками и если они, владея акциями, не поставят их в течение 20 дней с даты заключения сделки или не депонируют их на счете в течение 5 дней. Очевидно, что закон охватывает не только спекулятивные «короткие» продажи, при которых продавец должен брать ценные бумаги в займы, но и продажи «против сейфа», когда продавец владеет акциями, но проводит операцию «короткой» продажи в целях ограничения себя от риска падения курса принадлежащих ему бумаг.<sup>53</sup>

Помимо всего прочего, данный раздел закона направлен и на предотвращение случаев нечестного использования инсайдерами

---

<sup>52</sup> Ричард Дж. Тьюлз, Эдвард С. Брэдли, Тэд М. Тьюлз «Фондовый рынок» 6-е издание, ИНФА-М, 1997 год.

<sup>53</sup> Ричард Дж. Тьюлз, Эдвард С. Брэдли, Тэд М. Тьюлз «Фондовый рынок» 6-е издание, ИНФА-М, 1997 год.

конфиденциальной информации. Подобная практика раньше была очень распространена, особенно в периоды, когда рынок переживал сильные спады.

## ***2.8. Процедура воздействия на нарушителей инсайдерского законодательства***

Как уже было сказано, SEC является основным и наиболее влиятельным органом контроля за законодательством по ценным бумагам в США. Комиссия наделена полномочиями требовать дачи свидетельских показаний (subpoena witnesses), брать эти показания под присягой (administer oaths), требовать предоставления всей отчетности на территории США.

Обычно, когда какая-то информация попадает в поле зрения Комиссии, она проводит неформальное расследование, неформально опрашивая свидетелей (без присяги). Если это расследование указывает на то, что нарушение имеет место, сотрудники Комиссии запрашивают у членов Комиссии формального приказа (ордера) о начале расследования и назначения конкретных сотрудников, ответственных за прием показаний под присягой и сбор улик.

Процедуры, которым должна следовать Комиссия при проведении "формального расследования", изложены в Правилах Комиссии по расследованиям (17 CFR part 203). Согласно этим правилам, лицо, к которому обращаются с требованием дачи свидетельских показаний, может потребовать предъявить ордер на расследование, сами Правила о расследовании, а также может давать показания в присутствии адвоката. Для предотвращения сговора между свидетелями, их опросы должны производиться только отдельно. Однако

Комиссия не вправе воспрепятствовать тому, что свидетель представлен своим адвокатом, даже если этот же адвокат представляет интересы других свидетелей, если только Комиссия не определит, что двойное представительство "препятствует расследованию". Комиссия вправе отказать свидетелю в предоставлении копии протокола его показаний (но при этом свидетель имеет абсолютное право знакомиться с протоколом).<sup>54</sup>

Проведение расследований Комиссии производится по правилам прокурорского расследования. Обычно расследования Комиссии осуществляются без огласки, для того, чтобы избежать ущерба для репутации лиц, фигурирующих в расследовании. В то же время Закон о фондовых биржах (параграф 21(a)) разрешает Комиссии публиковать информацию о нарушениях законодательства, которые вскрылись в процессе расследования.

Расследование Комиссии служит прелюдией к дальнейшим юридическим действиям. Если Комиссия в результате расследования установит нарушение законодательства, она имеет право наложить административное взыскание. Административное наказание может быть наложено только на лицо или фирму, зарегистрированное в Комиссии (брокер-дилер, инвестиционный консультант, инвестиционная компания и пр.) или в отношении эмитента, зарегистрировавшего свои ценные бумаги в Комиссии. В распоряжении Комиссии: вынесение публичного порицания, ограничение деятельности или лишение лицензии.

До 1964 г. Комиссия не имела средств воздействия на служащих брокерско-дилерских фирм, которые были замешаны в противозаконных действиях с ценными бумагами. Поправки 1964 г. предоставили Комиссии полномочия

---

<sup>54</sup> Рубцов Б., «Инсайдерская торговля и ее регулирование», М., 1997 год.

налагать запрет на деятельность конкретных специалистов в индустрии ценных бумаг (своеобразная выдача "волчьего билета").

В 1990 г. Конгресс предоставил Комиссии полномочия налагать штрафы на сумму до \$2,5 млн. и / или взыскивать полученные противозаконным образом прибыли, а также выписывать ордера на запрещение противоправной деятельности (cease and desist orders) в отношении лиц, нарушающих законы о ценных бумагах, даже если они не зарегистрированы в Комиссии.

Слушания в рамках административного производства проводятся в Комиссии перед сотрудником Комиссии, который называется "административным судьей" (administrative law judge). Слушания могут быть как открытыми, так и закрытыми по усмотрению Комиссии (при нарушении Закона о ценных бумагах 1933 г. слушания должны быть только открытыми). Ответчики, как правило, избирают закрытое рассмотрение дела, стараясь минимизировать воздействие подобного "паблисити" на свою репутацию.

Результатом слушаний является вынесение "первоначального решения" административным судом. Это решение может быть пересмотрено Комиссией либо по собственной инициативе, либо по ходатайству ответчика. Комиссия может изменить первоначальное решение, причем, как показывает практика, отнюдь не только в сторону уменьшения наказания.

Достаточно распространенной практикой является предложение со стороны ответчика (offers of settlement) понести санкции без длительной процедуры слушаний, которые могут нанести ущерб его репутации. Но при этом Комиссия настаивает на том, чтобы ответчик дал согласие на то, что Комиссия может обнародовать результаты своего расследования по нарушению им

законодательства.

Любое лицо, несогласное с решением Комиссии в рамках административного расследования, может подать апелляцию в Апелляционный суд округа Колумбия или соответствующий суд, где он проживает.

Кроме возможности применить административные меры против лиц и фирм, которые зарегистрированы в Комиссии, последняя вправе также передать дело в федеральный окружной суд (federal district court) по любому юридическому или физическому лицу. Дела об инсайдерах обычно всегда рассматриваются именно в судах.

Преднамеренное нарушение законов о ценных бумагах или правил Комиссии является уголовным преступлением и наказывается штрафом и тюремным заключением. Комиссия передает в этом случае собранные ею материалы в министерство юстиции, которое принимает решение о дальнейших действиях и осуществляет их.

Американские суды повсеместно отвергают аргументы ответчиков, что законы о ценных бумагах слишком расплывчаты и принимают сторону Комиссии. Очень редко решения суда расходятся с выводами Комиссии.

Меры воздействия за нарушение законов и правил о ценных бумагах принимают и саморегулируемые организации, в частности фондовые биржи. Все дисциплинарные санкции, налагаемые СРО, доводятся до сведения Комиссии и могут дополнительно рассматриваться либо по желанию Комиссии, либо по заявлению одной из сторон. Примером может послужить случай, когда один член Нью-Йоркской фондовой биржи подал апелляцию в Комиссию. Суть дела состояла в том, что НФБ отстранила его на два месяца от торговли за то, что он не

проявил достаточной бдительности при совершении сделок для своего клиента, действовавшего с использованием инсайдерской информации. Последний на протяжении многих лет добывал журнал "Бизнес Уик" раньше, чем он попадал к читателям и совершал операции на НФБ через этого брокера пользуясь аналитическими материалами журнала. Комиссия подтвердила правильность решения.<sup>55</sup>

В целом все СРО в вопросе контроля за законодательством по ценным бумагам выступают единым фронтом. По словам Business Week, «организации, регулирующие деятельность рынка ценных бумаг, не жалеют сил и средств для поиска хитроумных злоумышленников». Крупнейшие из них - Нью-Йоркская фондовая биржа, Американская фондовая биржа, Национальная ассоциация фондовых дилеров - широко применяют статистические модели, позволяющие «засечь» незаконные операции по ценным бумагам. Эти модели фиксируют любое существенное отклонение курса акций от его обычной динамики, а также помогают выявить общую тенденцию развития рыночной конъюнктуры и установить, что именно привело к ее нарушению. Кроме всего прочего, сотрудники органов государственного надзора и неправительственные институты имеют в своем распоряжении базы данных с именами тех, кто хотя бы однажды подозревался в разглашении служебной информации, так что пристальное наблюдение нарушителю обеспечено.

Однако и в американском законодательстве существуют лазейки. Был, например, случай, когда в одну из крупнейших корпораций был принят на временную работу сотрудник для распечатывания данных о компаниях. Он, не

---

<sup>55</sup> Рубцов Б., «Инсайдерская торговля и ее регулирование», М., 1997 год.

зная о планируемом поглощении какой-то из них, купил акции каждой и продал их сразу же после объявления о поглощении. Он был обвинен согласно вышеуказанным правилам, но суд отклонил иск, так как сотрудник не был на постоянной работе ни в корпорации-покупателе, ни в купленной компании и у него не было обязательств по неразглашению конфиденциальной информации.<sup>56</sup>

Так что борьба ведется по всем направлениям. Но соблазн велик. Потенциал сверхдоходов от внутренней торговли можно продемонстрировать опять же на опционах. Например, колл-опцион давал право купить акции определенной корпорации по фиксированной цене в будущем. Акции компании Santa Fe International перед поглощением ее Kuwait Petroleum продавали за \$1, а после него - за \$14. Тот, кто обладал конфиденциальной информацией, мог бы сделать колоссальные деньги, купив колл-опцион перед публичным заявлением о поглощении.<sup>57</sup>

Нечто подобное наверняка происходит и в России. Правда, в силу специфики отечественного рынка ценных бумаг гораздо в меньших масштабах. Будучи в недавнем прошлом депутатом Госдумы, И. Хакамада упоминала о «размытости понятия инсайдерской сделки и отсутствии процедуры контроля и выявления подобных сделок». Новым Уголовным кодексом введена уголовная ответственность за «незаконное получение и разглашение коммерческой или банковской тайн», что уже близко к назревшей проблеме. Тем не менее, во всех странах инсайдерская торговля будет продолжаться до тех пор, пока от этого можно получить прибыль. Больше чем какие-либо законы ее излечит только скорейшее предоставление компаниями важной информации общественности.

---

<sup>56</sup> Габидулина И., «Неуязвимые инсайдеры», РЦБ, №23, 1998 год.

## ***Глава 3. Регулирование инсайдерской торговли в России***

### ***3.1. Нормативное регулирование инсайдерской торговли в существующей отечественной практике***

#### ***3.1.1. Понятие “инсайдерская информация” в отечественном законодательстве***

В первой главе работы уже сравнивались понятия «инсайдерской информации» и «инсайдеров», определенных в Законе «О рынке ценных бумаг» с их аналогами в нормативных актах стран с более развитым антиинсайдерским законодательством. В этой главе автор постарается определить оптимальное направление совершенствования отечественной нормативной базы регулирования рассматриваемого вопроса на примере разработанного специалистами ФКЦБ России проекта закона «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг» (полный текст проекта см. в приложениях), который заменит, в случае его принятия и опубликования, Главу 8 Закона «О рынке ценных бумаг».

Итак, инсайдерская информация обладает определенными признаками, позволяющими выделить ее из более общей категории информации, составляющей служебную и коммерческую тайну. В отечественной законодательной практике характеристики служебной и коммерческой тайны

---

<sup>57</sup> Габидулина И., «Неуязвимые инсайдеры», РЦБ, №23, 1998 год.



определены статьей 139 Гражданского Кодекса РФ: «Информация составляет служебную или коммерческую тайну в случае, когда информация имеет действительную или потенциальную коммерческую ценность в силу неизвестности ее третьим лицам, к ней нет свободного доступа на законном основании и обладатель информации принимает меры к охране ее конфиденциальности»<sup>58</sup>.

Очевидны следующие общепринятые признаки инсайдерской информации:

1. не является общедоступной;
2. всегда имеет прямое или косвенное отношение к предмету биржевой торговли;
3. характеризуется определенной взаимосвязью между использованием такой информации и изменением биржевой ситуации, при которой инсайдерская информация оказывает непосредственное осязаемое воздействие на ценообразующие факторы биржевого рынка.

В проекте закона «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг» предлагается следующее определение: Служебная информация – любая, не являющаяся общедоступной информация об эмитенте и выпущенных им эмиссионных ценных бумагах, а также о профессиональном участнике рынка ценных бумаг, которая ставит лиц, располагающих в силу своего служебного положения, трудовых обязанностей или договора, заключенного с эмитентом, такой информацией, в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг». Очевидно, что данное определение ничем не отличается от

---

<sup>58</sup> Гражданский Кодекс РФ, статья 139 «Служебная и коммерческая тайна»

существующего, если не считать того, что в данном контексте служебная информация – информация не только об эмитенте, но и о профессиональном участнике.

В связи с этим хочется сделать несколько замечаний. Во-первых, понятие «служебная информация» используется неоднозначно. Закон «О рынке ценных бумаг» определяет служебную информацию как конфиденциальную: "служебной информацией... признается любая не являющаяся общедоступной информация...". В то же время внутренние документы профессиональных участников рынка ценных бумаг отражают иной подход. Для сравнения процитирую пункт 1.1 Приложения N 1 к Положению о предоставлении и раскрытии информации Некоммерческого партнерства «Торговая система РТС» от 31 января 1999 года: служебная информация есть «любая информация, имеющая отношение к осуществлению Партнерством профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в качестве организатора торговли...», «...составной частью служебной информации является конфиденциальная информация».<sup>59</sup>

Во-вторых, встает вопрос о том, какие положения включает в себя состав служебной информации. Статья 31 Закона «О рынке ценных бумаг» относит к служебной ту информацию, «которая ставит лиц, располагающих ... такой информацией, в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг», а с учетом ее предметной направленности «информацию об эмитенте и выпущенных им эмиссионных ценных бумагах». Если же учитывать текст законопроекта «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг», то это

---

59

еще и информация «о профессиональном участнике рынка ценных бумаг». Статья 33 Закона, устанавливающая запрет на использование такой информации при совершении сделок, позволяет сделать вывод о том, что рассматриваемая информация представляет непосредственный интерес для желающих получить прибыль от ее использования. Иными словами, в Законе «О рынке ценных бумаг» речь идет о тайных сведениях. А кроме того, как я уже замечал в первой главе, трактовка «преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг» мне представляется некорректной и неоднозначной.

В-третьих, использование понятия "служебная информация" приводит к тому, что значительно сужается круг лиц, обладающих подобной информацией. Например, к держателям пакетов акций эмитента категория служебности не может быть применена в контексте Закона «О рынке ценных бумаг». При этом сам перечень, приведенный в статье 32, представляется неполным.

В-четвертых, сомнительной представляется сама характеристика информации в рамках Закона «О рынке ценных бумаг» как служебной. Думается, что лица, перечисленные в статье 32, располагают коммерческой тайной; косвенно это подтверждается в Законе РФ «О товарных биржах и биржевой торговле»: «Комиссии, ее должностным лицам и служащим запрещается разглашать информацию о товарных биржах и (или) биржевых брокерах..., содержащую их коммерческую тайну»<sup>60</sup>.

И, наконец, в-пятых, понятия «инсайдерская» и «служебная информация» не представляются идентичными. Понятие инсайдерской информации является «сквозным» и охватывает как публично-, так и гражданско-правовые аспекты.

---

» от 31 января 1999 года, Приложение №1, пункт 1.1

При этом речь идет не только о коммерческой тайне определенных субъектов предпринимательской деятельности, но и о служебной тайне, включая информацию о самих государственных органах и их служащих, а в известных случаях и о других видах тайных сведений. В связи с этим можно констатировать, что подготовленный законопроект «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг» не охватывает вопрос об инсайдерской информации целиком.

В связи со всем вышесказанным, кажется разумным перейти на международный термин «инсайдерская информация», что, безусловно, освободит нас от путаницы в понятиях «служебная», «конфиденциальная» информация и «коммерческая тайна», а кроме того этот термин охватит всю массу различных видов тайных сведений, тем более что в контексте данного определения основное ударение должно делаться на последствия неправомерного использования подобной информации.

С учетом всех вышеперечисленных факторов, по мнению автора, стоит обратиться к законодательному опыту Европы, где определение «insider trading» наиболее лаконично и наиболее полно охватывает суть проблемы. Напомним, что Совет Европейского Сообщества под инсайдерской понимает необнародованную информацию, относящуюся к свободно обращающимся ценным бумагам, которая, будучи опубликована, могла бы оказать значительное влияние на цену ценных бумаг<sup>61</sup>. Автор берет на себя смелость предложить заменить существующее в законопроекте «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг» определение на следующее:

---

<sup>60</sup> Федеральный «

» 2383-I от 20.02.92 36

*Инсайдерская информация – любая, не являющаяся общедоступной информация, непосредственно или косвенно относящаяся к свободно обращающимся ценным бумагам, которая, в случае ее опубликования, может существенно повлиять на процесс рыночного ценнообразования указанных ценных бумаг.*

Кроме того, следует заметить, что зарубежное законодательство, как правило, подразумевает под инсайдерской информацией не только сведения, зафиксированные на определенных носителях, но и не получившие такого отображения (например, сформулированные в устной форме квалифицированные суждения или коммерческие предложения). Возможно, этот момент также стоит зафиксировать в отечественных нормативных актах.

### ***3.1.2. Лица, относимые законодательством к «инсайдерам»***

Как уже отмечалось в первой главе работы, в международной практике следует различать первичных и вторичных инсайдеров, причем, как правило, оформление правового режима их деятельности различно. В российской практике четкого разграничения нет, однако подробнее об этом будет сказано несколько позже. Итак, *первичные инсайдеры - лица, имеющие прямой доступ к инсайдерской информации вследствие существующих правоотношений с обладателем инсайдерской информации или на ином законном основании.*

Исходя из опыта зарубежных стран, можно предложить внести в существующее законодательство изменения, которые будут относиться к категории

---

<sup>61</sup> Council Directive 89/592 coordinating regulations on insider dealing, dd. 13.11.89

первичных инсайдеров следующие группы лиц:<sup>62</sup>

1. Лиц, выполняющих управленческие функции в организациях - обладателях инсайдерской информации. В соответствии с российским законодательством это «члены органов управления эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, связанного с эмитентом договором», под которыми понимаются «лица, занимающиеся постоянно или временно ... должности, связанные с выполнением организационно-распорядительных или административно-хозяйственных обязанностей, а также выполняющие такие обязанности по специальному полномочию».<sup>63</sup>

2. Лиц, выполняющих управленческие функции в организациях, связанных с обладателем инсайдерской информации посредством имущественного участия или иным способом, позволяющим контролировать деятельность другого лица. В данном случае речь идет, прежде всего, о должностных лицах работающих в организациях, взаимосвязанных как, во-первых, основное и дочернее общество (общество является дочерним, «если другое (основное) хозяйственное общество или товарищество в силу преобладающего участия в его уставном капитале, либо в соответствии с заключенным между ними договором, либо иным образом имеет возможность определять решения, принимаемые таким обществом»<sup>64</sup>), а во-вторых, как преобладающее и зависимое общество (общество является зависимым, «если другое (преобладающее, участвующее) общество имеет более двадцати процентов голосующих акций акционерного общества или двадцати процентов

---

<sup>62</sup> Шеленкова Н.Б. «Биржевые правонарушения», законодательство, №2-3, 1998 год.

<sup>63</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 32

<sup>64</sup> Гражданский Кодекс РФ, статья 105 «

»

уставного капитала общества с ограниченной ответственностью»<sup>65</sup>).

3. Лиц, имеющих определенное участие в капитале обладателя инсайдерской информации или в капитале организаций, связанных с обладателем инсайдерской информации посредством имущественного участия или иным способом, позволяющим контролировать деятельность другого лица;

4. Лиц, выполняющих управленческие функции в организациях, владельцами которых являются лица, имеющих определенное участие в капитале обладателя инсайдерской информации или в капитале организаций, связанных с обладателем инсайдерской информации посредством имущественного участия или иным способом, позволяющим контролировать деятельность другого лица. При этом размер имущественного участия, как правило, устанавливается на уровне показателя, установленного для раскрытия информации.

5. Лиц, имеющих доступ к инсайдерской информации в силу принятых на себя обязанностей, в том числе:

а) Лиц, являющихся работниками организаций, указанных в пунктах с 1 по 4 (определение понятия «работник» содержится в статье 1068 ГК РФ: таковыми «...признаются граждане, выполняющие работу на основании трудового договора (контракта), а также граждан, выполняющие работу по гражданско-правовому договору, если при этом они действовали или должны были действовать по заданию соответствующего юридического лица или гражданина...»<sup>66</sup>).

б) Лиц, являющихся должностными лицами и служащими соответствующих государственных органов, органов местного самоуправления, государственных и муниципальных учреждений, имеющих в силу своих полномочий доступ к

---

<sup>65</sup> Гражданский Кодекс РФ, статья 106 «

»

инсайдерской информации (понятие "должностное лицо" раскрыто в примечании к статье 285 УК РФ). В соответствии с действующим законодательством здесь имеются в виду «служащие государственных органов, имеющих в силу контрольных, надзорных и иных полномочий доступ к указанной (служебной) информации»<sup>67</sup>.

в) Лиц, осуществляющих на основании закона или иного правового акта представительство лиц, указанных в пунктах с 1 по 4.

г) Лиц, выполняющих управленческие функции или являющиеся работниками организаций, состоящих в определенных договорных и иных правоотношениях с обладателем инсайдерской информации (например, управляющие аудиторских фирм, работники брокерских контор, директора кредитных учреждений). В существующей классификации к инсайдерам относят лишь аудиторов «эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, связанного с этим эмитентом договором»<sup>68</sup>.

Очевидно, что тот перечень первичных инсайдеров, который содержится в статье 32 Закона «О рынке ценных бумаг» не полон. Законопроект «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг» предоставляет более широкий перечень лиц, относимых к «инсайдерам», однако, как мне кажется, список инсайдеров, приведенный выше несколько полнее и лучше структурирован. В любом случае, в соответствии с законопроектом «инсайдерами» являются:

1. Члены органов управления эмитента;

---

<sup>66</sup> Гражданский Кодекс РФ, 1068 «

<sup>67</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 32

<sup>68</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 32



2. Члены органов управления профессионального участника рынка ценных бумаг;

3. Члены органов управления основного (преобладающего) общества по отношению к которому эмитент или профессиональный участник рынка ценных бумаг является дочерним (зависимым);

4. Профессиональные участники рынка ценных бумаг – физические лица (индивидуальные предприниматели);

5. Работники эмитента, профессионального участника рынка ценных бумаг – юридического лица, в том числе лица, работающие у эмитента, профессионального участника рынка ценных бумаг по договорам, в силу которых такие лица располагают служебной информацией;

6. Работники основного (преобладающего) общества по отношению к которому эмитент является дочерним (зависимым), в том числе лица, работающие в основном (преобладающем) обществе по договорам, в силу которых такие лица располагают служебной информацией;

7. Аудиторы эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг;

8. Служащие государственных органов, имеющие в силу контрольных, надзорных или иных полномочий доступ к служебной информации.

В данном контексте под членами органов управления эмитента и профессионального участника рынка ценных бумаг признаются лица, занимающиеся постоянно или временно в указанных юридических лицах должности, связанные с выполнением организационно – распорядительных или административно – хозяйственных обязанностей, а также выполняющие такие

обязанности по специальному полномочию.<sup>69</sup>

Из всего выше сказанного очевидно, что квалифицирующим признаком первичных инсайдеров является их правовой статус или правовой режим деятельности.

*Под вторичными инсайдерами понимаются лица, непосредственно или косвенно получившие инсайдерскую информацию от третьих лиц.* Следовательно, вторичными инсайдерами могут быть и лица, не имеющие никаких правоотношений с обладателем этой информации. Российское законодательство не выделяет специально первичных и вторичных инсайдеров; о существовании последних косвенно упоминается в статье 33 Закона «О рынке ценных бумаг»: «лица, располагающие служебной информацией..... не имеют право передавать ее для совершения сделок третьим лицам».<sup>70</sup>

### ***3.1.3. Инсайдерские правонарушения***

В развитие сказанного и с учетом действующих нормативных актов выделим основные виды инсайдерской деятельности, признаваемые противоправными:

1. Прежде всего следует указать на *использование инсайдерской информации при совершении биржевых сделок.* Статья 33 Закона «О рынке ценных бумаг» гласит: «Лица, располагающие служебной информацией, не имеют права

---

<sup>69</sup> Проект Закона «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг» (полный текст см. в приложении 3)

<sup>70</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 33

использовать эту информацию для заключения сделок»<sup>71</sup>. То же указано в законопроекте «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг». Закон «О товарных биржах»: «Служащим биржи запрещается... использовать служебную информацию в собственных интересах»<sup>72</sup>; законопроект «О биржах и биржевой деятельности»: «Участники биржевой торговли и их клиенты не вправе использовать биржевую информацию, составляющую служебную и/или коммерческую тайну при совершении биржевых сделок»<sup>73</sup>. Запрет на использование инсайдерской информации действует не только при заключении сделок, но и на всех этапах проведения биржевых торгов.

2. Противоправной является *передача инсайдерской информации третьим лицам* (разглашение). Например, в Законе «О товарных биржах» подобный запрет сформулирован следующим образом: «полученные Комиссией, ее должностными лицами и служащими... данные рассматриваются как конфиденциальные и не подлежащие оглашению без согласия последних»<sup>74</sup>. Аналогичной позиции придерживается и Закон «О рынке ценных бумаг»: «Лица, располагающие служебной информацией, не имеют права... передавать служебную информацию для совершения сделок третьими лицами»<sup>75</sup>. Та же формулировка была оставлена в законопроекте «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг».

3. Под понятие инсайдерского правонарушения подпадает также и *умышленное незаконное приобретение инсайдерской информации*. К примеру,

---

<sup>71</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 33

<sup>72</sup> Федеральный « » 2383-1 от 20.02.92 32

<sup>73</sup> Проект Закона «О биржах и биржевой деятельности», статья 24 (текст см. в приложении 4).

Уголовный Кодекс предусматривает наказание за «собираение сведений, составляющих коммерческую или банковскую тайну, путем похищения документов, подкупа или угроз, а равно иным незаконным способом в целях разглашения либо незаконного использования этих сведений»<sup>76</sup>, а в соответствии с Гражданским Кодексом «лица, незаконными методами получившие информацию, которая составляет служебную или коммерческую тайну, обязаны возместить причиненные убытки.....», то же самое касается сотрудников, «разгласивших служебную или коммерческую тайну вопреки трудовому договору, в том числе контракту, и на контрагентов, сделавших это вопреки гражданско-правовому договору»<sup>77</sup>.

4. Международная практика выделяет еще один вид инсайдерских правонарушений, а именно: *предоставление основанных на инсайдерской информации рекомендаций и других консультационных услуг относительно осуществления биржевой деятельности*<sup>78</sup>. При этом следует учитывать, что само содержание инсайдерской информации остается неизвестным третьим лицам. Российское законодательство не содержит подобного запрета. Последний непосредственно затрагивает деятельность брокерских посредников, которые изучают биржевую ситуацию и обязаны «при совершении от своего имени и за свой счет биржевых сделок, затрагивающих интересы клиента, своевременно информировать его об этом» и «своевременно предоставлять клиенту полную информацию, связанную с совершением сделок в его интересах, а также с

---

<sup>74</sup> Федеральный « » 2383-I от 20.02.92 36

<sup>75</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 33

<sup>76</sup> Уголовный Кодекс РФ, статья 183 «Незаконное получение и разглашение сведений, составляющих коммерческую или банковскую тайну».

<sup>77</sup> Гражданский Кодекс РФ, статья 139 «Служебная и коммерческая тайна».

<sup>78</sup> Council Directive 89/592 coordinating regulations on insider dealing, dd. 13.11.89, section 6

исполнением его поручений»<sup>79</sup>. В то время как, на мой взгляд, имеет смысл внести соответствующую поправку в статью 3 законопроекта «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг» прямо в приведенном выше контексте.

Подведя итог, можно предложить следующий контекст параграфа 1 статьи 3 «сделки с ценными бумагами, совершаемые с использованием служебной информации» законопроекта: *«Лица, располагающие служебной (а лучше – инсайдерской) информацией, не имеют права использовать служебную информацию для заключения сделок с ценными бумагами, передавать такую информацию для совершения сделок третьими лицами, а также предоставлять основанных на служебной информации рекомендаций и других консультационных услуг относительно совершения сделок с ценными бумагами третьим лицам».*

### ***3.1.4. Раскрытие информации инсайдерами***

В предыдущих главах рассматривалась на проблема раскрытия информации на российском рынке ценных бумаг в целом. В зарубежном антиинсайдерском законодательстве также отдельно рассматривается проблема раскрытия информации инсайдерами. Основное правило - инсайдеры обязаны раскрыть информацию обо всех сделках, совершаемые с ценными бумагами своих компаний в течение установленного законами или подзаконными актами срока. Причем существуют две тенденции в вопросе о том, кому инсайдеры должны раскрывать информацию. В первом варианте нормативные акты некоторых стран

---

<sup>79</sup> Проект Закона «О биржах и биржевой деятельности», статья 17 (текст см. в приложении 4).

обязывают инсайдеров информировать национальный контролирующий орган - здесь очевиден опыт SEC США, приведенный в третьей главе. Во втором варианте инсайдер информирует непосредственно эмитента ценных бумаг – очевидный пример законодательство Великобритании и Канады, о котором говорилось в первой главе работы.

В российской практике очевиден факт отсутствия подобных требований. Единственным исключением является статья 30 Закона “О рынке ценных бумаг”, которая обязывает владельца 20% и более любого вида эмиссионных ценных бумаг эмитента уведомлять ФКЦБ в течение 5 дней с момента вступления во владения подобным пакетом, а также обязывает уведомлять обо всех изменениях пакета кратных 5% свыше 20% данного вида ценных бумаг также в течение 5 дней. Однако, как уже говорилось, по - сути, эта статья не более чем теория, и дальше дело урегулирования данного вопроса не пошло. Напомню, что в существующем законодательстве владельцы крупных пакетов ценных бумаг даже не относятся к категории «инсайдеров». Также Законом предусмотрена ответственность профессионального участника по раскрытию информации, в случаях, если профессиональный участник в течение квартала «произвел операции с одним видом ценных бумаг одного эмитента» количеством превышающим 100% общего количества данных ценных бумаг, либо «совершил разовую операцию с одним видом ценных бумаг одного эмитента, если количество ценных бумаг по этой операции составило не менее 15% общего количества указанных ценных бумаг» уведомив ФКЦБ в течение 5 дней «после завершения соответствующего квартала или после соответствующей операции»<sup>80</sup>.

---

<sup>80</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 30

На сколько мне известно, профессиональные участники не отчитываются перед ФКЦБ за подобные операции с ценными бумагами. Подобная ситуация просто не допустима. В связи с этим необходимо принять соответствующие нормы, которые, по опыту США, обязывали бы раскрывать информацию всех лиц, нормативно отнесенных к категории инсайдеров в виде отчетов в ФКЦБ России. Последняя должна контролировать фактическое поступление от таких лиц отчетности, а также, в случае необходимости, должна иметь возможность обнародовать эти данные.

### ***3.2. Гражданско-правовые последствия инсайдерских правонарушений***

#### ***3.2.1. Процедура привлечения нарушителей к ответственности***

Ответственность всегда наступает как результат каких-то противоправных действий или действий, ущемляющих права других лиц. Для того чтобы нормы об ответственности начали действовать, необходимо первоначально выявить само событие-нарушение, после чего провести соответствующую проверку или иные необходимые действия для того, чтобы установить факт нарушения. Только после этого непосредственно приводятся в действие те правоприменительные механизмы, которые в правовой науке именуются как реализация норм ответственности.

В предыдущей главе была подробно рассмотрена процедура преследования инсайдеров SEC, в целом же, можно отметить, что в мировой практике факт инсайдерского правонарушения устанавливается в судебном порядке, а биржевые сделки, совершенные с использованием инсайдерской информации, как правило, признаются судом недействительными. В действующем российском законодательстве такая процедура не отражена. Собственно, даже сам факт наказуемости инсайдерской торговли не оговорен, однако в новых законопроектах оговаривается, что «сделка с ценными бумагами, совершенная с использованием служебной информации, может быть признана судом недействительной по иску заинтересованного лица как не соответствующая требованиям закона или иных правовых актов»<sup>81</sup>, а также говорится, что «сделка, совершенная с использованием биржевой информации, составляющей служебную и/или коммерческую тайну является оспоримой»<sup>82</sup>. Это уже можно считать первым шагом к решению назревшей проблемы, но не ее решением, так как в России должна быть законодательно отражена целиком процедура выявления нарушителей и применения к ним наказания.

В связи с этим, обращаясь к опыту SEC США, можно предложить внести в существующее законодательство соответствующие поправки, которые наделят ФКЦБ России или ее региональные отделения правом проводить формальное (по правилам прокурорского) расследование, в случае если в результате расследования будет установлено нарушение антиинсайдерского законодательства, правом накладывать штраф, ограничивать деятельность или

---

<sup>81</sup> Проект Закона «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг», статья 3 (полный текст см. в приложении 3).

<sup>82</sup> Проект Закона «О биржах и биржевой деятельности», статья 24 (текст см. в приложении 4).



лешать лицензии нарушителей, а также правом опубликовывать информацию об инсайдерах. В настоящий момент Федеральный закон "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" позволяет ФКЦБ налагать штрафы на должностных лиц в размере до 200 МРОТ, на юридических лиц или индивидуальных предпринимателей в размере до 10 000 МРОТ среди прочего за «неисполнение профессиональным участником, эмитентом или саморегулируемой организацией предписаний федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг»<sup>83</sup>, однако сомнительно практическое применение данной статьи к вопросу инсайдерской информации. Кроме полномочий по применению административных мер, ФКЦБ уже имеет право «в целях защиты прав и законных интересов инвесторов ... обращаться в суд с исками и заявлениями в защиту государственных и общественных интересов и охраняемых законом интересов инвесторов»<sup>84</sup>. Суд же теоретически может наложить на инсайдера более тяжелое наказание, вплоть до лишения свободы, если таковое будет законодательно предусмотрено. Подобная схема будет введена с принятием Законопроекта, который наделяет ФКЦБ правом рассматривать «дела о совершении сделок с ценными бумагами с использованием служебной информации», налагать от своего имени штрафы, а также раскрывать информацию «о наложении штрафа» Также оговаривается что «рассмотрение дел о совершении сделок .... с использованием служебной информации производится в порядке, установленном Кодексом РСФСР об административных правонарушениях» от 20 июня 1984 года. Исполнение постановления о

---

<sup>83</sup> 5 1999 . N 46- "

" , 12.  
<sup>84</sup> 5 1999 . N 46- "

наложении штрафа и порядок его обжалования также осуществляются в соответствии с Кодексом об административных правонарушениях.<sup>85</sup>

Очевидна также важность нормативно закрепленной возможности подать иск на инсайдера любым заинтересованным лицом, ведь право требовать возмещения убытков должно принадлежать обладателю инсайдерской информации, а в некоторых случаях - и другим лицам, чьи права и охраняемые законом интересы нарушены в результате совершения биржевых сделок с ее использованием. Наибольшее практическое значение это имеет для тех инсайдерских правонарушений, при которых право подачи соответствующего иска предоставляется участникам биржевой торговли, которые совершали биржевые сделки в течение той же торговой сессии, с теми же биржевыми ценностями и на тех же условиях, что и инсайдер.

Эффективность юридической ответственности во многом зависит от того, насколько развиты системы выявления правонарушений, влекущих дальнейшее применение норм ответственности, системы контроля и надзора. Данное правило является обязательным для любого вида ответственности, но в большей степени затрагивает, конечно, публично-правовые отношения (сфера действия таких отраслей права, как уголовное и административное). Поэтому естественно, что для эффективного выявления инсайдерских сделок необходимо найти источники информации для выявления правонарушений. Дело в том, что в настоящий момент на российском рынке акций случаи использования инсайдерской информации почти не известны и вряд ли вследствие их отсутствия. Прежде

---

", 13.

<sup>85</sup> Проект Закона «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг», глава 3 (полный текст см. в приложении 3).

всего, необходимо скорректировать нормативные акты, касающиеся раскрытия информации инсайдерами, а также отработать практическое их применение на практике - об этой проблеме уже говорилось в первой главе работы. Безусловно, что в вопросе выявления инсайдерских сделок важна координация деятельности ФКЦБ, СРО и организаторов торговли (можно отметить опыт ММВБ, которая ввела австралийскую систему отслеживания нестандартных котировок SMARTS). Заметим, что весьма эффективны действия организаторов биржевой торговли в мире, которые используют такой способ защиты прав ее участников, как пресечение действий инсайдеров, нарушающих права третьих лиц или создающих угрозу их нарушения. Такой метод может применяться использованием механизма биржевого ценообразования, когда регистрации или учету при установлении котировок не подлежат биржевые сделки, в отношении которых у биржи есть веские основания полагать, что они были заключены с использованием инсайдерской информации.

Также, вероятно, стоит позаимствовать у SEC практику выплачивания информаторам вознаграждения за предоставление сведений о нарушителях антиинсайдерского законодательства, неговоря уже о том, чтобы все же внести возможность налагать на нарушителей эти штрафы (из которых, кстати, и должно выплачиваться вознаграждение).

В целом в мировой практике привлечение инсайдеров к гражданско-правовой ответственности представляется несколько проблематичным. Во-первых, определенные сложности создают *договорные конструкции*, используемые в биржевой торговле. Между инсайдером и другими участниками биржевой торговли, как правило, не возникает ни непосредственных договорных

отношений (большинство биржевых сделок совершаются биржевыми посредниками от собственного имени, но в интересах третьих лиц, которые зачастую и выступают в качестве инсайдеров), ни личного контакта (например, при проведении электронных биржевых торгов и наличии клиринговой организации). Во-вторых, это *либо отсутствие, либо труднодоказуемость причинной связи между фактом противоправного использования инсайдерской информации и возникновения убытков* у иных участников биржевой торговли. При этом особый механизм ценообразования в биржевой торговле не позволяет применять традиционные подходы для определения размера убытков у потерпевших сторон. Вследствие этого многие страны не обращаются более к гражданско-правовой ответственности инсайдеров. Например, для стран ЕС исключение составляют лишь законодательство Ирландии (Sec. 109 Companies Act 1990) и Португалии (Art. 449 Codigo des Sociedades)<sup>86</sup>.

### **3.2.2. Уголовная ответственность**

В настоящий момент российское уголовное законодательство не содержит специальных норм, посвященных ответственности за инсайдерские правонарушения. Однако, в России уголовно наказуемым является *незаконное собирание* «сведений, составляющих коммерческую или банковскую тайну, путем похищения документов, подкупа или угроз, а равно иным незаконным способом в целях разглашения либо незаконного использования этих сведений». Нарушитель наказывается *штрафом в размере от 100 до 200 минимальных размеров оплаты*

---

<sup>86</sup> Шеленкова Н.Б. «Биржевые правонарушения», законодательство, №2-3, 1998 год.

*труда* или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от одного до двух месяцев либо лишением свободы на *срок до 2 лет*<sup>87</sup>. Также наказывается *незаконное разглашение и использование* «сведений, составляющих коммерческую или банковскую тайну, без согласия ее владельца, совершенные из корыстной или иной личной заинтересованности и причинившие крупный ущерб». В этом случае предусмотрено наказание в виде *штрафа в размере от 200 до 500 минимальных размеров оплаты труда* или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от 2 до 5 месяцев, либо лишение свободы на *срок до 3 лет со штрафом в размере до 50 минимальных размеров оплаты труда* или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период до одного месяца либо без такового».<sup>88</sup>

Кроме статьи 183 Уголовного Кодекса РФ к инсайдерам также могут применяться и некоторые другие статьи. Например, в соответствии со статьей 201 наказуемым является использование первыми лицами организаций (соответственно «членами органов управления эмитента или профучастника, связанного с этим эмитентом договором»<sup>89</sup>) своих полномочий «вопреки законным интересам этой организации и в целях извлечения выгод и преимуществ для себя или других лиц либо нанесения вреда другим лицам, если это деяние повлекло причинение существенного вреда правам и законным интересам граждан или организаций либо охраняемым законом интересам общества или государства». На нарушителей накладывается *штраф в размере от 200 до 500 минимальных размеров оплаты труда* или в размере заработной платы

---

<sup>87</sup> Уголовный Кодекс РФ, статья 183 «Незаконные получение и разглашение сведений, составляющих коммерческую или банковскую тайну» пункт 1.

<sup>88</sup> Уголовный Кодекс РФ, статья 183 «Незаконные получение и разглашение сведений, составляющих коммерческую или банковскую тайну» пункт 2.

или иного дохода осужденного за период от двух до пяти месяцев, его могут обязать выполнять работу на срок от 180 до 240 часов или исправительную работу на срок от одного года до двух лет, либо он может быть арестован на срок от 3 до 6 месяцев, а также наказан лишением свободы на *срок до 3 лет*. В случае, если действия нарушителя привели к тяжким последствиям, статья предусматривает более суровое наказание: *штраф в размере от 500 до 1000 минимальных размеров оплаты труда* или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от 5 месяцев до одного года, либо арест на срок от 4 до 6 месяцев, либо лишение свободы на *срок до 5 лет*.<sup>90</sup>

Положения статьи 285 относятся к использованию «служащими государственных органов, имеющих в силу контрольных, надзорных и иных полномочий доступ к указанной информации»<sup>91</sup>, своих служебных полномочий вопреки интересам службы, «если это деяние совершено из корыстной или иной личной заинтересованности и повлекло существенное нарушение прав и законных интересов граждан или организаций либо охраняемых законом интересов общества или государства». В этом случае на нарушителя налагается *штраф в размере от 500 до 800 минимальных размеров оплаты труда* или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от 5 до 8 месяцев, либо оно наказывается лишением свободы на *срок до 7 лет* с лишением права занимать определенные должности или заниматься определенной деятельностью на срок до 3 лет или без такового. Если же подобные незаконные деяния повлекли тяжкие последствия, то нарушители наказываются лишением свободы на *срок до*

---

<sup>89</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 32

<sup>90</sup> Уголовный Кодекс РФ, статья 201 «Злоупотребление полномочиями»

<sup>91</sup> Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ, статья 32

10 лет с лишением права занимать определенные должности или заниматься определенной деятельностью на срок до 3 лет.<sup>92</sup>

Кроме всего прочего, к инсайдерским правонарушениям косвенно можно применить еще несколько статей. К примеру, в соответствии со статьей 178 действия, «совершенные путем установления монопольно высоких или монопольно низких цен, а равно ограничение конкуренции путем раздела рынка, ограничения доступа на рынок, устранения с него других субъектов экономической деятельности, установления или поддержания единых цен» наказываются штрафом в размере от 200 до 500 МРОТ или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от двух до пяти месяцев, либо арестом на срок от четырех до шести месяцев, либо лишением свободы на срок до 2 лет<sup>93</sup>. Статья 272 предусматривает наказание за неправомерный доступ к охраняемой законом компьютерной информации, если подобные действия повлекли «уничтожение, блокирование, модификацию либо копирование информации» через наложение штрафа в размере от 200 до 500 МРОТ или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от 2 до 5 месяцев, либо исправительными работами на срок от 6 месяцев до 1 года, либо лишением свободы на срок до 2 лет<sup>94</sup>, и может быть применена в случае если инсайдерская информация была получена хакерами из компьютерных сетей.

Таким образом очевидна даже не то что неразвитость, а фактически полное отсутствие норм, предусматривающих уголовную ответственность за инсайдерские правонарушения, а ведь, скажем, наличие нормативной

---

<sup>92</sup> Уголовный Кодекс РФ, статья 285 «Злоупотребление должностными полномочиями»

<sup>93</sup> Уголовный Кодекс РФ, статья 178 «  
р » пункт 1.

<sup>94</sup> Уголовный Кодекс РФ, статья 272 «Неправомерный доступ к компьютерной информации», пункт 1.

возможности «посадить» нарушителя на 10 лет, как это сделано в США, поубавило бы желания нарушать закон. Но в законопроекте «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг» подобных условий не содержится. Естественно, что такая крайняя мера, как лишение свободы - это лишь часть возможного набора наказаний, который предусмотрен зарубежными антиинсайдерскими законодательствами. Кстати, здесь следует отметить, что предложенный законопроект содержит весьма интересную тарифную сетку штрафов для различных категорий инсайдеров, но об этом речь пойдет позже. Для сравнения скажу, что национальные законодательства стран ЕС предусматривают такой вид наказания, как запрет на совершение биржевых сделок, вступающий в силу одновременно с вынесением судом решения о привлечении к уголовной ответственности за инсайдерские преступления. Указанный запрет может быть как временным, так и постоянным. Применительно к инсайдерской деятельности в российском законодательстве рассматривается лишение права занимать определенные должности или заниматься определенной деятельностью в качестве дополнительного наказания (с известными исключениями в случаях правонарушений со стороны должностных лиц), однако остается открытым вопрос о том, насколько эти нормы можно применить в отношении «инсайдеров».

### ***3.2.3. Административная ответственность***

Особенность применения мер административного воздействия к инсайдерам-правонарушителям обусловлена многосубъектностью



контролирующих органов. Административная ответственность может налагаться:

а) владельцами инсайдерской информации в отношении "своих" должностных лиц и работников;

б) биржами в отношении участников биржевой торговли и их уполномоченных лиц, непосредственно совершающих биржевые сделки (виды ответственности устанавливаются в правилах торговли: например, наложение штрафа и (или) отстранение от участия в биржевых торгах);

в) государственными органами биржевого надзора в отношении участников биржевой деятельности, их должностных лиц и квалифицированных специалистов (виды ответственности закрепляются в законодательных и иных правовых актах; в том числе - приостановление или аннулирование соответствующей лицензии или аттестата);

г) саморегулируемыми организациями, биржевыми объединениями и брокерскими гильдиями в отношении своих членов и персонала последних (виды ответственности определяются уставами, учредительными договорами или внутренними положениями таких организаций, а также объемом делегированных полномочий по лицензированию биржевой деятельности).

Как уже отмечалось в существующее административное законодательство не содержит специальных норм ответственности за инсайдерские правонарушения, однако Глава 2 законопроекта «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг» предусматривает взимание ФКЦБ штрафов различных размеров в зависимости от категории инсайдеров в случае «совершения сделок с ценными бумагами с использованием служебной информации» ими, а также в случае

«передачи такой информации для совершения сделок с ценными бумагами третьими лицами»<sup>95</sup>:

| <i>№</i> | <i>Группы инсайдеров</i>   | <i>Размер штрафа</i>   |
|----------|--|--|
| 1        | Члены органов управления эмитента.   | От 500 до 1000 МРОТ  |
| 2        | Члены органов управления профессионального участника рынка ценных бумаг.   | От 500 до 1000 МРОТ  |
| 3        | Члены органов управления основного (преобладающего) общества, по отношению к которому эмитент является дочерним (зависимым).   | От 500 до 1000 МРОТ  |
| 4        | Профессиональные участники рынка ценных бумаг – физические лица (индивидуальные предприниматели).  | От 30 до 100 МРОТ  |
| 5        | Работники эмитента, профессионального участника рынка ценных бумаг – юридического лица, в том числе лица работающие по договорам, в силу которых такие лица располагают служебной информацией.   | От 30 до 70 МРОТ   |
|          | Работники основного (преобладающего) общества, по отношению к которому эмитент является дочерним (зависимым), в том числе лица работающие по договорам, в силу которых такие лица располагают служебной информацией.   | От 30 до 70 МРОТ   |
| 7        | Аудитор эмитента, аудитор профессионального участника рынка ценных бумаг.  | От 100 до 300 МРОТ   |
| 8        | Служащие государственных органов, имеющие в силу контрольных, надзорных или иных полномочий доступ к служебной информации.   | В соответствии с законодательством о государственной службе. |
| 9        | Работники организаций, имеющих генеральную лицензию на осуществление лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, выданную федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим регулирование рынка ценных бумаг, имеющие в силу контрольных, надзорных или иных полномочий доступ к служебной информации. | От 100 до 200 МРОТ   |

В данном контексте можно отметить соответствие характерной особенности зарубежного законодательства, в котором, как правило, мера ответственности за

<sup>95</sup> Проект Закона «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг», глава 2 (полный текст см. в приложении 3).

нарушение антиинсайдерского законодательства прописана в том же самом специальном нормативном акте. Это касается не только стран англо-саксонского права, но и стран романо-германского права (например Германии, где наказание за нарушение антиинсайдерских норм предусмотрено Законом о торговле ценными бумагами - Wertpapierhandelsgesetz). До настоящего времени в России при разработке того или иного закона, касающегося финансовой деятельности, санкции за его нарушение выводятся за рамки данного закона со ссылкой на уголовное, гражданское административное и прочее законодательство. Здесь ярким примером послужит Закон «О рынке ценных бумаг». Юристы при этом обычно ссылаются именно на то, что в России не англо-саксонская, а романо-германская система права, поэтому и меру ответственности в специальном финансовом законе указывать нельзя. Анализ зарубежного законодательства говорит о том, что романо-германское право не является препятствием для того, чтобы ввести статьи о наказании непосредственно в финансовый закон, чем, очевидно и непримянули воспользоваться создатели Законопроекта.

Очевидна недоработанность данного вопроса вследствие того, что: во-первых, законопроект не оговаривает полномочия саморегулируемых организаций и организаторов торговли в вопросе наказания инсайдеров, во-вторых, как уже было сказано ранее, сам перечень инсайдеров не полон и, как следствие, наказание касается не все лиц, имеющих доступ к конфиденциальной информации, в – третьих, вызывает сомнение суровость наказания. Возможно стоит оговорить безоговорочное изимание прибыли или восполнение убытка, полученного в результате инсайдерских сделок, а также возможность привлечь нарушителей к уголовной ответственности, вплоть до лишения свободы, скажем,

на срок до 5 лет.

## *Заключение*

Подводя итог всему сказанному необходимо указать на неразвитость российского законодательства в вопросе предотвращения недобросовестного использования информации инсайдерами на фондовом рынке, в то время как фактически во всем мире этой проблеме уделяется заметное внимание. Лидерство в антиинсайдерских нормах принадлежит США, где применяются самые жесткие санкции в отношении инсайдеров, кроме того, здесь эти санкции реализуются чаще и эффективнее чем где-либо. Дайджест Комиссии по ценным бумагам и биржам США изобилует примерами нарушений антиинсайдерского законодательства, попавших в поле зрения Комиссии и по которым нарушители понесли наказание разной степени тяжести. Немаловажную роль в урегулировании этого вопроса играют и саморегулируемые организации. Крупнейшие из них - Нью-Йоркская фондовая биржа, Американская фондовая биржа, Национальная ассоциация фондовых дилеров - широко применяют статистические модели, позволяющие выявить незаконные операции по ценным бумагам. Эти модели фиксируют любое существенное отклонение курса акций от его обычной динамики, а также помогают выявить общую тенденцию развития рыночной конъюнктуры и установить, что именно привело к ее нарушению. Кроме всего прочего, сотрудники органов государственного надзора и неправительственные институты имеют в своем распоряжении базы данных с именами тех, кто хотя бы однажды подозревался в разглашении служебной информации, так что пристальное наблюдение нарушителю обеспечено.

Таким образом борьба ведется по всем направлениям, но соблазн сверхдоходов от внутренней торговли велик и, несмотря на жесткие меры, инсайдерская торговля в США все еще существует. Нечто подобное происходит и в России, хотя в силу специфики отечественного рынка ценных бумаг гораздо в меньших масштабах.

В последние годы в отечественном законодательстве наблюдаются определенные сдвиги – разработан Законопроект «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг», определивший значительно более широкий круг лиц, относимых к инсайдерам, а также закрепивший за ФКЦБ России право налагать штрафы на нарушителей. К сожалению, открытым остается вопрос о сроках воплощения этого законопроекта в жизнь, однако принятие его станет большим шагом вперед для отечественного антиинсайдерского законодательства, хотя лишь первым шагом.

В работе были подробно рассмотрены пробелы и недоработки присутствующие, по мнению автора, в законопроекте. Во-первых, это касается самого определения инсайдерской информации, которое явно не однозначно, а также не отражает всех общепризнанных признаков инсайдерской информации. Автор предлагает следующий вариант определения: «Инсайдерская информация – любая, не являющаяся общедоступной информация, непосредственно или косвенно относящаяся к свободно обращающимся ценным бумагам, которая, в случае ее опубликования, может существенно повлиять на процесс рыночного ценнообразования указанных ценных бумаг».

Во-вторых, недоработан перечень лиц, относимых к инсайдерам. Очевидно,

что в этом перечне не хватает прежде всего лиц, имеющих определенное участие в капитале непосредственно эмитента или в капитале компаний, имеющих возможность влиять на эмитента, то есть крупных акционеров, а также лиц, выполняющих представительство всех перечисленных инсайдеров. Кроме того к инсайдерам необходимо относить не только «аудиторов эмитента или профессионального участника», а все организации, находящиеся в определенных договорных или иных правоотношениях, если в силу этих правоотношений они имеют доступ к инсайдерской информации. В целом же ранее был приведен перечень, который, по мнению автора, можно целиком поместить в статью 2 пункт 2 законопроекта.

В-третьих, в статью 3 необходимо добавить еще один вид инсайдерских правонарушений, а именно: предоставление основанных на инсайдерской информации рекомендаций и других консультационных услуг относительно осуществления биржевой деятельности. При этом следует учитывать, что само содержание инсайдерской информации остается неизвестным третьим лицам. Соответственно можно предложить следующую редакцию вышеупомянутой статьи: «Лица, располагающие инсайдерской информацией, не имеют права использовать инсайдерскую информацию для заключения сделок с ценными бумагами, передавать такую информацию для совершения сделок третьими лицами, а также предоставлять основанных на служебной информации рекомендаций и других консультационных услуг относительно совершения сделок с ценными бумагами третьим лицам».

В-четвертых, в законопроект необходимо внести статью, касающуюся раскрытия информации всеми вышеперечисленными группами инсайдеров

относительно сделок с ценными бумагами компаний – обладателей инсайдерской информации. Это обусловлено необходимостью отслеживания и контроля подобных противоправных сделок, а также тем, что вопрос раскрытия информации в отечественном законодательстве в полной мере урегулирован лишь касательно эмитентов эмиссионных ценных бумаг, в то время как ответственность владельцев крупных пакетов лишь продекларирована, а раскрытие информации остальными группами инсайдеров и вовсе не предусмотрено. В то время как законодательство большинства стран с развитыми рынками содержит требования по раскрытию информации инсайдерами. Тем более что это, возможно, значительно более действенный способ борьбы против инсайдерской торговли, нежели наложение на инсайдеров огромных штрафов и «запугивание» их тюремным заключением.

Законопроект содержит административные санкции к нарушителям в виде штрафов, что, безусловно, весьма важно, так как обуславливает уход от системы романо-германского права, однако нет даже упоминания об уголовной ответственности инсайдеров, в то время как в США существует возможность «посадить» нарушителя на 10 лет через суд. Поэтому, возможно следует внести в законопроект более жесткие меры пресечения инсайдерской торговли.

Особое внимание стоит уделить вопросу выявления инсайдерских правонарушений. Особо важна координация работы ФКЦБ, СРО и организаторов торговли. Кроме того, вероятно, стоит позаимствовать у SEC практику выплачивания информаторам вознаграждения за предоставление сведений о нарушителях антиинсайдерского законодательства, внося соответствующие поправки в Законопроект.



Дисциплинарные кодексы СРО должны содержать составы правонарушений с использованием инсайдерской информации, несмотря на то, что они потребуют достаточно сложной процедуры предварительного сбора фактов, которые затем лягут в основу обвинения в совершении правонарушения. Тем более эффективны действия СРО до принятия законопроекта или иных поправок в существующее законодательство касательно инсайдерских правонарушений. Что касается организаторов торговли, то в мировой практике их действия весьма эффективны. Они используют такой способ защиты прав ее участников, как пресечение действий инсайдеров, нарушающих права третьих лиц или создающих угрозу их нарушения.

В целом же, в настоящий момент прежде всего важно, чтобы проблема регулирования торговли с использованием инсайдерской информации привлекла внимание законодательных органов нашей страны, которым, наконец, стоит приступить к рассмотрению предлагаемого законопроекта.

## ***Список использованной литературы***

1. Уголовный Кодекс РФ, Справочная правовая система ГАРАНТ.
2. Гражданский Кодекс РФ, Справочная правовая система ГАРАНТ.
3. Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ от 22 апреля 1996 года, Справочная правовая система ГАРАНТ.
4. Федеральный Закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» №46-ФЗ от 5 марта 1999 года, Справочная правовая система ГАРАНТ.
5. Федеральный Закон «О товарных биржах и биржевой торговле» №2383-I от 20 февраля 1992 года, Справочная правовая система ГАРАНТ.
6. Федеральный закон от 5 марта 1999 г. N 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», Справочная правовая система ГАРАНТ.
7. Проект Закона «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг».
8. Проект Закона «О биржах и биржевой деятельности», [www.ice.ru/exp/burse/law\\_burse.html](http://www.ice.ru/exp/burse/law_burse.html).
9. Постановление ФКЦБ «Об утверждении положения о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг» №31 от 11 августа 1998 года, Справочная правовая система ГАРАНТ.
10. Постановление ФКЦБ «Об утверждении положения о порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки» №9 от 20 апреля 1998 года, Справочная правовая система ГАРАНТ.
11. Постановление ФКЦБ «О порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово - хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг» №32 от 12 августа 1998 года, Справочная правовая система ГАРАНТ.
12. Положение о предоставлении и раскрытии информации Некоммерческого партнерства «Торговая система РТС» от 31 января 1999 года, <http://www.rtsnet.ru/doc.htm>.
13. Securities Exchange Act of 1934, <http://www.law.uc.edu/CCL/sldtoc.html>.
14. Council Directive 89/592 coordinating regulations on insider dealing, dd. 13.11.89. [http://europe.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1989/en\\_389L0592.html](http://europe.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1989/en_389L0592.html)

15. Астанин Э., Салахутдинов В., «Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт», РЦБ, №6, 1999 год.
16. Бунь Е., Конищева Т. Интервью с Андреем Перелыгиным на тему «Дефицит информации на фондовом рынке» <http://www.rbc.ru/documents/dek/176/3.html>.
17. Габидулина И. «Неуязвимые инсайдеры», Журнал РЦБ №23, 1998 год.
18. Говоров Д. «Информационная открытость эмитентов. Анализ источников информации», <http://citforum.unn.ac.ru/abtec/abtec96/174.shtml>.
19. Костикова Е. «Раскрытие информации на рынке ценных бумаг», РЦБ №16, 1999 год.
20. Костиков И., интервью агентству АК&М «Инвесторы придут на российский рынок. ФКЦБ обеспечит это», Бизнес/Финансы, № 34 от 3 марта 2000 года.
21. Левенчук А. Поправки к Закону «О рынке ценных бумаг» по уточнению понятия «раскрытие информации», 23 марта 1998 года <http://www.ice.ru/exp/market/raskrit.html>.
22. Материалы отчета о предпроектном исследовании ВЦ РАН «Подсистема надзора за финансовыми рынками ММВБ», РЦБ, №6, 1999 год.
23. Методические рекомендации по подготовке документов на государственную регистрацию выпуска акции при учереждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии., [http://www.omskelecom.ru/fcsm/market/metod/metod01\\_5.asp](http://www.omskelecom.ru/fcsm/market/metod/metod01_5.asp).
24. Научно - исследовательский финансовый центр «Механизмы предотвращения недобросовестного использования информации инсайдерами на финансовых рынках», М., 1997 год.
25. Новые аспекты в системе раскрытия информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, [http://www.sibcipci.ru/ФКСВ/open\\_inform/htm](http://www.sibcipci.ru/ФКСВ/open_inform/htm).
26. Осипов И.И. «Международный опыт борьбы против использования инсайдерской информации», Журнал РЦБ 1999 год.
27. Рубцов Б.Б. «Зарубежные фондовые рынки», М., 1998 год.
28. Рубцов Б.Б. «Инсайдерская торговля и ее регулирование», из раздаточных материалов к лекциям Миркина Я.М.
29. Сухова О. «Организация рынка ценных бумаг США», РЦБ, №2 за 1998 год.

30. Хинкин П. «Ответственность в рамках саморегулируемых организаций», Деловой Экспресс №198, <http://www.rbc.ru/documents/dek/198/20.html>.

31. Шеленкова Н.Б. «Биржевые правонарушения», Законодательство, №2-3, 1998 год.

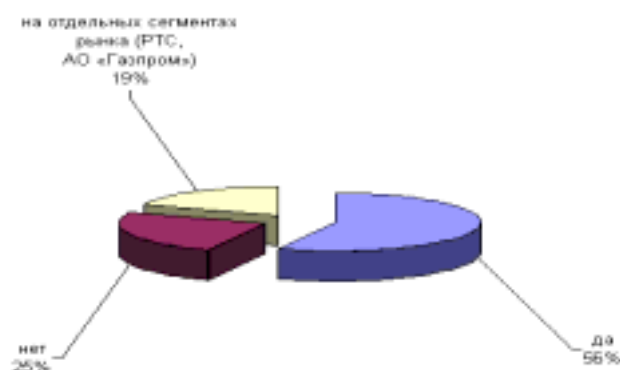
32. Ричард Дж. Тьюлз, Эдвард С. Брэдли, Тэд М. Тьюлз «Фондовый рынок» 6-е издание, ИНФА-М, 1997 год.

33. SEC «Insider Trading: Information on Bounties», <http://www.sec.gov/enforce/insider.htm>.

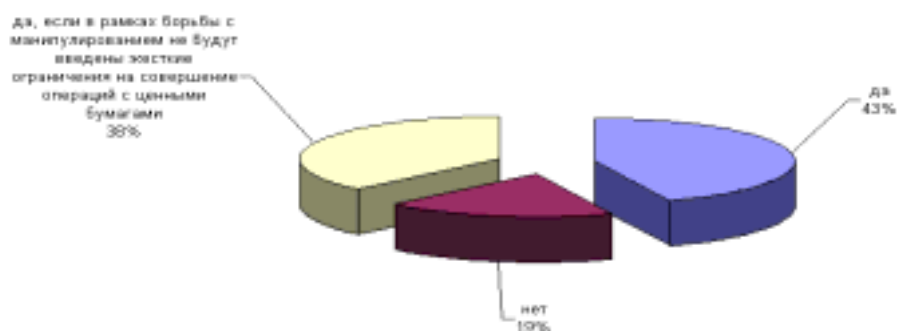
34. National Implementation Measures, Transactions in securities, «The regulation of insider trading», [http://europe.eu.int/scadplus/leg/en/mne/m89\\_592.html](http://europe.eu.int/scadplus/leg/en/mne/m89_592.html)

## Приложения

*Приложение 1.* Распределение респондентов в зависимости от ответа на вопрос: считаете ли вы, что манипулирование ценами и инсайдерская торговля широко распространены на российском рынке ценных бумаг?



*Приложение 2.* Распределение респондентов в зависимости от ответа на вопрос: считаете ли вы, что организация противодействия инсайдерской торговле и манипулированию ценами положительно повлияют на развитие рынка ценных бумаг?



**РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ  
ФЕДЕРАЛЬНЫЙ ЗАКОН**

**О биржах и биржевой деятельности**

**Статья 17. Биржевые посредники**

1. Биржевой посредник может быть поверенным (совершать юридические действия от имени и за счет клиента), комиссионером (совершать сделки от своего имени, но за счет клиента), агентом (совершать юридические и иные действия от своего имени, но за счет клиента, либо от имени и за счет клиента), совершать юридические и иные действия от имени клиента, но за свой счет, а также действовать в интересах клиента без поручения.

2. Биржевой посредник может быть коммерческим представителем своих клиентов и имеет право осуществлять одновременное коммерческое представительство разных сторон в биржевой сделке, в том числе без согласия этих сторон.

3. Отношения между биржевым посредником и его клиентом оформляются договором биржевого посредничества

Договор биржевого посредничества должен быть заключен в письменной форме.

Существенным условием договора биржевого посредничества является признание и обязанность исполнения биржевым посредником и клиентом правил биржевой торговли и условий клирингового обслуживания, а также специальный пункт (арбитражная оговорка) о разрешении споров.

Организатор биржевой торговли имеет право устанавливать иные существенные условия договора биржевого посредничества.

В случае отсутствия таких условий в договоре биржевого посредничества, действия участника биржевой торговли в интересах клиента не признаются биржевым посредничеством.

4. Биржевые посредники вправе требовать от своих клиентов внесения страховых взносов на счета, открытые в биржевых клиринговых палатах, а также предоставления прав на распоряжение этими средствами от имени биржевого посредника.

При невыполнении клиентами установленных организаторами биржевой торговли видов, размеров и сроков внесения страховых взносов, биржевой посредник обязан незамедлительно уведомить об этом организаторов биржевой

торговли.

5. Биржевой посредник обязан:

ознакомить клиента с правилами биржевой торговли и условиями клирингового обслуживания;

совершать биржевые сделки в интересах клиента только после разъяснения ему характера рисков, связанных с этими биржевыми сделками;

при совершении от своего имени и за свой счет биржевых сделок, затрагивающих интересы клиента, своевременно информировать его об этом;

не отдавать предпочтение себе в случае, когда у биржевого посредника имеется поручение от клиента;

своевременно предоставлять клиенту полную информацию, связанную с совершением сделок в его интересах, а также с исполнением его поручений;

вести отдельный учет биржевых сделок, совершенных за счет клиента.

6. Биржевые посредники обязаны отвечать квалификационным требованиям, установленным Комиссией по биржевой деятельности при федеральном антимонопольном органе и организатором биржевой торговли.

#### **Статья 24. Ограничение деятельности с использованием биржевой информации, составляющей служебную и коммерческую тайну**

1. Биржевая информация, составляющая служебную и/или коммерческую тайну - не являющаяся общедоступной информация, которой обладают должностные лица органов государственной власти, органов местного самоуправления и юридических лиц в силу своих должностных возможностей.

2. Участники биржевой торговли и их клиенты не вправе использовать биржевую информацию, составляющую служебную и/или коммерческую тайну при совершении биржевых сделок.

Сделка, совершенная с использованием биржевой информации, составляющей служебную и/или коммерческую тайну является оспоримой.

Президент  
Российской Федерации