

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования

**«Финансовый университет при Правительстве Российской
Федерации»**

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____ Рубцов Б.Б

«__» _____ года

Выпускная квалификационная (дипломная) работа

Бузань Владимира Владимировича

на тему:

«Инсайдерские сделки на финансовых рынках, методы и способы их
обнаружения и предотвращения в российской и зарубежной практике»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

Кандидат экономических наук, доцент Адамова К.Р. _____

Москва – 2012

Содержание

Введение.....	3
Глава 1. Сущность инсайдерских сделок и их происхождение.....	7
1.1 Информационная инфраструктура финансовых рынков.....	8
1.2 Развитие системы регулирования инсайдерских сделок в мировой практике.....	10
1.3 Последствия практики инсайдерских сделок.....	12
1.3.1 Воздействие, оказываемое инсайдерской деятельностью на эмитента.....	15
1.3.2 Влияние инсайдерской деятельности на рынок капитала.....	29
1.3.3 Ущерб, наносимый частным инвесторам.....	24
Глава 2. Регулирование инсайдерских сделок на финансовом рынке США.....	27
2.1 Система надзора на финансовом рынке США.....	28
2.2 Законодательство США, регулирующее инсайдерскую деятельность.....	32
2.2.1 Основа законодательной базы США по борьбе с инсайдерскими сделками.....	32
2.2.2 Санкции, применяемые к нарушителям инсайдерского законодательства США.....	41
2.2.3 Ограничения, накладываемые на лиц, признаваемых инсайдерами.....	44
Глава 3. Регулирование инсайдерских сделок в РФ и перспективы его развития.....	51
3.1 Основы законодательного регулирования инсайдерской деятельности в РФ.....	52
3.1.1 Инсайдеры и инсайдерская информация.....	53
3.1.2 Меры по предотвращению инсайдерских сделок на финансовом рынке РФ.....	56
3.2 Практические аспекты борьбы с инсайдерскими сделками на финансовом рынке и РФ и возможные перспективы развития.....	62
3.2.1 Практика регулирования инсайдерских сделок.....	62
3.1.2 Перспективы развития законодательства РФ в области предотвращения инсайдерских сделок на рынке.....	69
Заключение.....	72
Список использованной литературы:.....	75
Приложения:.....	80

Введение

Финансовый рынок всегда был и является важнейшим элементом, как национальных экономических систем, так и мировой экономики. Финансовые рынки одновременно являются и индикатором экономического состояния национального хозяйства или отрасли на момент времени, так и определяют тренд его развития. Ввиду вышесказанного, неудивительно, что именно финансовый рынок каждой отдельно взятой страны является объектом постоянного совершенствования. Его высокий уровень развития представляет собой свидетельство сильной экономики и привлекает как внутренних, так и внешних инвесторов.

Поэтому одним из основополагающих факторов процветания финансового рынка является установление доверия участников к рынку. Это доверие предполагает наличие развитой технической базы рынка, оптимальной инфраструктуры и системы защиты прав инвесторов. Защита прав инвесторов, прежде всего, проявляется в ограждении их от недобросовестной деятельности других участников рынка по отношению к ним, от злоупотребления, допускаемые эмитентом, до мошенничества. Однако, упомянутые виды неправомерной деятельности на рынке, по мнению автора, не являются самыми деструктивными для инвесторов. Как правило, злоупотребления эмитента или мошенничество носят адресный характер, то есть страдают от этих практик целевые инвесторы, и теоретически, инвестор может оградить себя от рисков быть подвергнутым им, осмотрительнее осуществляя инвестиции и подбирая контрагентов.

Неправомерная на большинстве финансовых рынков мира практика, о которой пойдет речь в работе, наносит ущерб огромному количеству участников, и, как правило, ущерб носит не столь заметный, но постоянный характер и способов, благодаря которым индивидуальный инвестор может оградить себя от него, практически нет. Все эти утверждения справедливо относятся к инсайдерским сделкам.

Инсайдерские сделки появляются в условиях информационной асимметрии на рынке, когда одни участники располагают информацией, способной повлиять на котировку той или иной ценной бумаги, и предпочитают совершение сделок на финансовом рынке на основе данной информации раскрытию ее общественности. С наибольшей долей вероятности, такие сделки приносят инсайдерам, лицам, располагающим такой информацией по «долгу службы», гарантированную прибыль.

В мировом финансовом сообществе данная тема является актуальной еще с момента признания такой практики нелегальной, то есть с 30-х годов 20-го века. С тех пор законодательные системы стран мира постоянно совершенствовались с целью поддержания высокого уровня защиты инвесторов от инсайдерских сделок. Однако особенно актуальной это тема является для финансового рынка РФ, располагающего не столь обширным регулятивным опытом в сравнении с США и Европейским Союзом, и, тем не менее, требующим решительного устранения проблемы широко распространенного существования этой практики на рынке.

Исходя из фактов, приведенных в предыдущем абзаце, уже можно сделать вывод о низкой степени разработанности данной проблематики в отечественной литературе. Напротив, в иностранных монографиях и статьях из периодических изданий, данный вопрос уже на протяжении долгих лет находит отклик в форме научных публикаций, и уже породил различные теории и подходы к анализу инсайдерской деятельности на рынке. В частности, бурному обсуждению подвергается вопрос о необходимости регулирования инсайдерских сделок и том влиянии, которое они оказывают на рынок.

Ввиду наивысшей степени актуальности проблемы практики инсайдерских сделок на финансовом рынке РФ, исследование будет касаться именно их регулирования в отечественной практике, возможностей внедрения западного опыта на примере США и инсайдерских сделок как

таковых: их характерных признаках, особенностях, и влиянии, оказываемом ими на рынок. Таким образом, объектом исследования будут правовые превентивные механизмы США и РФ в области инсайдерского законодательства, а предметом – конкретные результаты реализации их функционирования.

Целями исследования являются:

- Оценка текущего уровня защиты рынка РФ от инсайдерских сделок
- Разработка дополнительных мер, направленных на усовершенствование механизма предотвращения инсайдерских сделок на финансовом рынке РФ

Задачами работы являются:

- Исследование причин происхождения инсайдерских сделок
- Рассмотрение различных подходов к регулированию инсайдерской деятельности
- Обзор мирового опыта регулирования инсайдерской деятельности, исторических аспектов
- Оценка влияния, оказываемого инсайдерскими сделками на эмитента, рынок, рядовых инвесторов
- Изучение надзорной системы финансового рынка США
- Изучение законодательного механизма правовой защиты рынка США от инсайдерских сделок и ограничений, накладываемых на инсайдеров
- Выработка мнения относительно возможности реализации и адаптации опыта США в регулировании инсайдерской деятельности
- Выявление недостатков превентивной системы на рынке РФ в области инсайдерского законодательства.

Для достижения целей и задач исследования был использован целый ряд различных источников. Основной упор в изучении был сделан на нормативно-правовые акты РФ и США, судебные прецеденты и научные статьи из периодических изданий как отечественных, так и зарубежных авторов. В ходе решения задач, поставленных в работе, были использованы такие научные методы как: анализ и синтез, дедуктивный, метод классификации, сравнения и обобщения. Практическая и научная ценность работы, с учетом низкой степени проработки в отечественной литературе и высшей степени актуальности, состоит в значимости выводов и рекомендаций, сделанных в работе и возможностях их практического применения в отечественном законодательстве. Глава 1 будет посвящена теоретическому исследованию проблемы: источникам ее происхождения, подходам к ее оценке и той степени влияния, которой подвергаются различные элементы финансового рынка. Глава 2 представляет краткое резюме относительно регулятивной системы, принятой и сформированной за долгие годы в США, а Глава 3 целиком посвящена изучению правового защитного механизма РФ и возможностях его усовершенствования.

Глава 1. Сущность инсайдерских сделок и их происхождение

В первую очередь, по мнению автора, необходимо определиться с понятийным аппаратом, используемым в работе. В дальнейшем интенсивно будут использоваться такие термины как «инсайдерская деятельность» и «инсайдерские сделки», поэтому крайне важным будет указать различие между ними. Стоит отметить, что понятие «инсайдерская деятельность» шире, чем «инсайдерские сделки» или «инсайд-трейдинг», т.к. включает в себя не только действия, направленные на совершение сделок на финансовых рынках с целью получения прибыли, но и на их *несовершение* с целью неполучения убытков. К примеру, абстрактное лицо располагает определенным пакетом какого-либо актива и имеет намерение избавиться от него, поскольку не видит в нем потенциала для роста. В то же время лицо получает в распоряжение конфиденциальную информацию позитивного характера касательно данного актива. Это заставляет его отказаться от намерения по продаже актива. Нетрудно заметить, что инсайдерских сделок заключено не было, однако получение субъектом финансовой выгоды от использования инсайдерской информации более чем вероятно.

Таким образом, инсайдерские сделки представляют собой *активную* часть инсайдерской деятельности. Традиционно под термином «инсайдерских сделок» понимаются действия по купле/продаже различных активов на финансовых рынках, выполненных при использовании конфиденциальной информации, которая по тем или иным причинам является недоступной для большинства участников рынка. Именно такое, по мнению автора, определение отражает экономическую сущность инсайдерских сделок, т.к. включает в себя два важнейших элемента, признака таковых:

1) операции на финансовом рынке

2) использование конфиденциальной информации.

Тем не менее, едва ли его можно назвать исчерпывающим ввиду объективных причин. Инсайдерская деятельность является регулируемой на подавляющем большинстве мировых финансовых рынков, что создает предпосылки для создания прочной правовой базы, регламентирующей ее. В частности, необходимым является четкое определение круга «инсайдеров», а также ограничение информации, признаваемой конфиденциальной в соответствии с законодательством.

1.1 Информационная инфраструктура финансовых рынков

В первую очередь, автор данной работы считает необходимым охарактеризовать информационную структуру рынка, на котором появление инсайдерских сделок представляется наиболее характерным. Для этого целесообразно будет использовать гипотезу эффективного рынка ЕМН (efficient market hypothesis), также называемую теорией эффективного рынка в различных источниках. Согласно гипотезе, информационная инфраструктура рынка, в зависимости от степени его развития, может быть определена тремя видами:¹

- 1. Слабый рынок.* В этом случае цены, представленные на том или ином финансовом рынке, не отражают информации (как публичной, так и конфиденциальной), которая могла бы оказать воздействие на ее уровень. Другими словами, предсказать будущее движение цены возможно только исходя из совокупности исторических данных о ней, т.к. другая информация является бесполезной для участников. Данная форма является скорее идеальной, поскольку налицо присутствие полной иррациональности ценообразования. Как пример этой

¹Burton G. Malkiel - The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, CEPS Working Paper No. 91, April 2003

формы можно выделить классическую рулетку в казино, при системе ставок «красное-черное»: никакая информация не поможет предсказать будущее выпадения числа, кроме повышенной вероятности того или иного сектора, базирующейся на предположении о нормальном распределении, согласно которому количество выпадений разноцветных секторов должно уравниваться

2. *Идеальный рынок.* Исходя из названия, уже можно сделать вывод совершенности данной модели, равно как и об отдаленности ее от реальности. Модель идеального рынка подразумевает полное и моментальной отражение любого рода возникающей на рынке информации в цене активов. Таким образом, инсайдеры (лица, располагающие конфиденциальными релевантными сведениями) лишаются возможности ее использования в целях собственной коммерческой выгоды. Данная модель ссылается, прежде всего, на наличие единого идеального информационного пространства, доступ к которому неограничен для неограниченного круга лиц.
3. *Сильный рынок.* Забегая вперед, стоит отметить, что модель сильного рынка является максимально приближенной к ситуации, сложившейся на мировых рынка сегодня. Она характеризуется наличием высокоразвитого информационного пространства, включающего лишь общедоступную информацию, в то время как конфиденциальная информация раскрывается с временной задержкой, благодаря которой инсайдеры получают пресловутую возможность осуществления инсайдерских сделок.

Соответственно, появление инсайдерской информации является неизбежным на любом из сегментов рынка. Однако проблема

предотвращения использования инсайдерской информации и регулирования усложняется ввиду большого количества факторов.

1.2 Развитие системы регулирования инсайдерских сделок в мировой практике

Первым из таких факторов является система права, принятая в той или иной стране. Дело в том, что принципы, по которым осуществляется привлечение лиц к ответственности за правонарушения в странах с англосаксонской и странах с континентальной правовыми системами, резко отличаются. Известно, что основой права в англо-саксонской системе является прецедент, представляющий собой судебное решение, в соответствии и по аналогии с которым могут быть приняты решения в последующих делах. Континентальная система, напротив, имеет в своей основе конкретную систему законов, зачастую в кодифицированной форме, нацеленную на регулирование широкого круга общественных отношений. Отсюда вполне логично следуют различия в процессе привлечения лиц к ответственности, скажем, в США и Австралии (англо-саксонская) по сравнению с ЕС и Японией.

Стоит также отметить, что большинство стран мира начало уделять внимание регулированию инсайдерской деятельности сравнительно недавно, в 80-х годах прошлого столетия. Исключением в этом ряду являются Соединенные Штаты, правоприменительная система в области инсайдерской деятельности которой образовалась еще в начале 20 века и, по мнению большинства специалистов, сейчас является наиболее эффективной во всем мире.

К примеру, в Японии первый закон, регулирующий инсайдерскую деятельность, появился еще в 1948 году в рамках Securities and Exchanges Law. Однако раздел закона, относящийся непосредственно к ограничению инсайдерских сделок, судя по всему, носил скорее декоративный характер,

т.к. за последующие 40 лет ни одного лица к ответственности привлечено так и не было. Создание самого закона было обусловлено множеством причин: стремлением властей восстановить экономическое положение Японии, пребывавшей в плачевном состоянии после поражения во второй мировой войне; намерением создать свободный рынок ценных бумаг, освобожденный от утративших свою актуальность промышленных конгломератов *zaibatsu* (прежде являвшихся держателями подавляющего большинства бумаг крупнейших японских эмитентов).

Как бы то ни было, в сфере регулирования инсайдерской деятельности данный законопроект желаемых результатов не принес, что обусловило необходимость дальнейшего совершенствования законодательства в будущем. Похожая ситуация наблюдалась и в Австралии – там первое упоминание инсайдерской деятельности относится к закону *Companies Act*, принятом в 1961 году. Однако регулирование инсайдерских сделок в нем ограничивалось лишь общим запретом на их реализацию.

Поистине переломным моментов в мировой практике регулирования инсайдерских сделок являются 80-е года 20 века, когда в большинстве развитых появляется множество готовых законопроектов. В 1984 году США дополняет имеющуюся правовую базу двумя поправками к *Securities and Exchanges Act* от 1934 года: *Insider Trading Sanctions Act* и *Securities Fraud Enforcement Act*, явившихся серьезным ужесточением ответственности. Годом позднее, в 1985, документ *Insider Dealing Act*, регулирующий инсайдерскую деятельность, вступает в силу в Великобритании, а уже в 1989 на фоне грандиозного скандала, связанного с компанией *Tateho*², Японское правительство пересматривает первоначальную версию закона *SEL* (*Securities and Exchanges Law*) и вносит существенные поправки, изменившие

²*Tateho Kagaku Kogyo* К.К. являлась на тот момент одной из крупнейших компаний химической отрасли Японии. Скандал произошел на фоне огромных потерь корпорации на рынке национальных долговых обязательств, которые в несколько раз превышали ее капитализацию. За неделю до официального разглашения этой информации весь руководящий состав компании избавился от своих пакетов, в результате чего около 27% акций гиганта сменили своего владельца еще до объявления об убытках.

формулировки понятий «инсайдер» и «инсайдерская информация». Данные поправки позволили, наконец, «запустить» механизм привлечения лиц к ответственности за правонарушения. Также в 1989 году была принята в рамках ЕС Директива 89/592 (Council Directive Coordinating Regulations on Insider Trading), которая, как следует из названия, несла в себе координационную функцию, направлена она была в первую очередь на согласование правовых аспектов регулирования инсайдерской деятельности на территории ЕС. В частности, директива обязывала каждого члена ЕС иметь законодательную базу, регулирующую инсайдерскую деятельность, отвечающую требованиям директивы.³

Ускоренное совершенствование законодательства в области регулирования инсайдерских сделок, однако, не выявило ярко выраженного наиболее эффективного механизма по борьбе с ними, очевидно, именно этим объясняются разительные отличия в определении круга инсайдеров, области информации, считающейся «внутренней», «служебной» или «инсайдерской», санкций, применяемых к нарушителям. Более того, открытым остается вопрос о необходимости регулирования инсайдерской деятельности.

В Главе 2 и Главе 3 данной работы эти вопросы получают особое внимание при рассмотрении их на примере правовых механизмов регулирования инсайдерской деятельности в таких странах как США и РФ.

1.3 Последствия практики инсайдерских сделок

Примечательно, что история применения инсайда насчитывает долгие годы, однако только в 1934 году в США впервые применение инсайда было объявлено вне закона. В то же время согласно некоторым источникам первая

³И. Ширинян. Мировой опыт использования инсайдерской информации на рынке ценных бумаг // РЦБ, № 10, 2004

всемирно известная инсайдерская сделка была зарегистрирована еще в 1815 году, когда семья Ротшильдов получила огромные прибыли на финансовом рынке Лондона, поскольку информация о поражении Наполеона при Ватерлоо поступила к ним по личным каналам с сильным опережением общественного потока информации. Самый же первый опыт использования инсайдерской информации как таковой для получения преимущества при заключении сделок на финансовом рынке присуждают Уильяму Дюеру, известному американскому банкиру британского происхождения. Согласно источнику, Дюер использовал полученную в ходе работы в одном из крупных американских банков информацию для открытия коротких позиций по некоторым активам, сопровождая эти сделки покупкой акций перспективных компаний на привлеченные от проданных позиций средства. Несмотря на всю изощренность выбранной им стратегии, инвестиции оказались глубоко убыточны из-за обвала рынков, который пришелся на 1792 год.⁴

Отсюда следует вполне разумный вопрос: с чем связано столь позднее внимание, уделенное данной проблеме?

Ответ на данный вопрос будет несколько двояким. Во-первых, мировая финансовая общественность далеко не сразу пришла к осознанию масштаба урона, наносимого инсайдом финансовому рынку в целом и отдельным инвесторам в частности, скажем, еще в начале 20 века инсайдеры считались успешными бизнесменами, достижения которых чествовались в газетах. При одностороннем рассмотрении данного вопроса это даже может показаться неудивительным: при достаточно слаборазвитом информационном пространстве, присущем тому времени, как правило, инсайдерская прибыль получалась благодаря ускоренному получению *публичной* информации. То есть информационный ресурс, поступающий к общественности, был однороден, а инсайдеры в каком-то роде были организаторами мини-

⁴John Steele Gordon – “The Great Crash of 1792”. American Heritage, Volume 50, Issue 3, 1999

проектов: они вкладывали деньги для обеспечения своих информационных каналов, а прибыль, получаемая от использования полученной информации, являлась своеобразным вознаграждением за вложенные средства. По мере развития информационной среды источники информации инсайдеров также эволюционировали, что заставило общественность задаться вопросом: а не является ли это ущемлением прав рядовых инвесторов? Ведь при подобном положении вещей более осведомленные участники имеют намного большие шансы на получение прибыли на финансовом рынке, нежели другие, которые с большей вероятностью будут терять деньги, чем их зарабатывать.

С другой стороны, вред наносился не только инвесторам. К примеру, предприятие, которое ожидают неутешительные финансовые результаты по итогам какого-либо периода, в случае информационной утечки, частично лишается акционерного источника финансирования, так как актив, эмитентом которого он является, «ползет» вниз еще до официальной публикации отчета.

При учете вышеприведенных фактов об инсайте, особенно интересным представляется подход некоторых западных ученых к инсайдерским сделкам, считающих инсайд положительным явлением на фондовом рынке. У данного подхода в действительности есть много сторонников, а основные доводы этого подхода достаточно точно сформулированы в книге Генри Манна «Инсайдерская торговля и фондовый рынок». Особенно примечательным является и то, что книга, написанная почти 50 лет назад (1966) ничуть не утратила своей научной ценности, и утверждения, приводимые в ней, не потеряли своей актуальности в рамках теоретического аспекта инсайдерской торговли.

Теорема Коуза. Данная теорема является фундаментальной для сторонников нерегулятивного подхода. Она также является одной из основополагающих в новой институциональной экономической теории. Теорема гласит, что при условиях рынка, на котором отсутствует

неопределенности и транзакционные издержки равны нулю, распределение финансовых активов в конечном итоге происходит максимально выгодно для всех участников рынка, вне зависимости от текущего распределения прав собственности на актив. Другими словами, актив переходит в руки того собственника, для которого полезность этого актива максимальна при наиболее приемлемой для него цене. Этим самым доказываем, что в данных условиях рынок «справляется» с любыми внешними изменениями, и распределение экономических благ от них зависеть не будет. Однако основным серьезным недостатком при ссылке на теорему в вопросе инсайдерской деятельности будет проблема транзакционных издержек, т.к. нулю они не равняются. Отсюда следует и очевидный дисбаланс – инсайдерская торговля будет создавать неопределенность на рынке, которая может препятствовать приобретению и удержанию актива наиболее эффективным собственником, т.к. наличие транзакционных издержек не позволит в конечном итоге «сгладить» рыночную котировку.⁵

1.3.1 Воздействие, оказываемое инсайдерской деятельностью на эмитента

Рассмотрение процесса оказываемого инсайдерской деятельностью воздействия, по мнению автора, целесообразно начать с непосредственного «источника» инсайдерской информации. На примере классического рынка акций данным источником будет компания эмитент.

- *Вознаграждение работы менеджеров компаний.* Сторонники подхода «нерегулирования» утверждают, что снятие всех запретов на использование инсайдерской информации приведет к самому справедливому поощрению руководящего состава фирмы. Их ранний доступ к внутренней информации, еще не

⁵Thayer Watkins - Illustration of the Coase Theorem, <http://www.sjsu.edu/faculty/watkins/coasetheorem.htm>

ставшей достоянием общественности, в полной мере обеспечит их прибавками к заработной плате в форме прибыли, полученной от проведения сделок на финансовых рынках. При этом потенциал роста актива, касательно которого инсайдер располагает информацией, имеет очевидную зависимость с результатом работы менеджера. Достаточно наглядно иллюстрирует данную сторону инсайдерской деятельности случай, произошедший с акциями ОАО «НОВАТЭК» в апреле 2009 года. Тогда обыкновенные акции этого эмитента были приобретены сразу девятью менеджерами компании, которые до этого ее акционерами не являлись. Сделки были исполнены 17 апреля, а общий их объем составил 62 млн. долларов. Чуть позднее, 20 апреля того же года, председателем правления ОАО «НОВАТЭК» была приобретена дополнительная доля в 0,8%, что составило около 40 млн. долларов. В этот же день произошло закрытие реестра акционеров компании и было объявлено о выплате дивидендов, значительно превышающих прогнозные данные. Таким образом, дивидендные выплаты, пришедшиеся на долю топ-менеджмента, стали чистым вознаграждением за эффективную работу компании в раннем посткризисном периоде.⁶ Однако же, по мнению автора данной работы, довод отнюдь не является однозначным. Во-первых, связь результатов работы отдельно взятого руководящего сотрудника и цены определенного актива ни при каких условиях нельзя назвать прямой, ведь конечная цена актива определяется в тысячи раз большим количеством факторов, нежели результат труда одного единственного работника. Во-вторых, объем вознаграждения будет зависеть в данном случае не от результатов труда, а от финансового благосостояния инсайдера и его склонностью к

⁶Глушенкова М. – Инсайд на малых оборотах, Журнал "Коммерсантъ Деньги", №20 (727), 25.05.2009

рisku. Очевидно, что большие по объему вложения будут соответствовать намного большему объему получаемой прибыли, что обусловит откровенно неравное распределение инсайдерской прибыли между руководящим составом. Также, вторым фактором будет степень уверенности менеджера в предсказываемом характере движения актива. Проще говоря, сумма вознаграждения будет несоразмерной для сотрудника, пожертвовавшего все свои сбережения на покупку фьючерса или опциона колл с дополнительным плечом, и сотрудником, частично вложившимся в базовый актив, скажем, в акцию компании, в которой он работает. Риск, как и возможные прибыли, в первом случае будут многократно выше. Ну и, наконец, в-третьих, в случае, если компанию ожидают отрицательные финансовые результаты или внезапные новости, ухудшающие ее положение на рынке, словом, если новостной фон компании ухудшается, то сотрудник-инсайдер имеет полное право «вознаградить» себя за труды короткой продажей акции или покупкой опциона пут. Таким образом, менеджер получит солидную компенсацию за свой труд, который косвенно привел к ухудшению положения компании. Вполне логичным в данном случае будет переход к следующему доводу, приводимому сторонниками «нерегулируемого» подхода.

- *Мотивация сотрудников к улучшению качества труда.* Данный довод, пожалуй, является еще более спорным, чем предыдущий, хотя и является достаточно аргументированным. Он в первую очередь отмечает не необходимость достойного премирования менеджеров-инсайдеров, а именно мотив для их дальнейшего успешного труда. В случае отсутствия регулирования инсайдерской деятельности, имеющие доступ к внутренней информации окажутся тем более выгодном положении, чем

сильнее будет движение акции их компании в цене на рынке. Опять же, основным противоречием становится абсолютная индифферентность сотрудников к направлению этого движения. Их в полностью равной степени устроит как рост актива, так и его падение, соответственно, сотрудник будет заинтересован именно в сильном колебании курса акции, а не в ее росте конкретно, что ставит под сомнение целесообразность такой мотивации. Вполне логично, что в погоне за изменением курсовой стоимости акций, руководящий состав будет стремиться к воплощению наиболее рискованных проектов для компании, одна только новость о которых уже будет поводом для значимого движения цен. Более того, в целях получения инсайдерской прибыли менеджеры могут ловко манипулировать новостным фоном: «придерживать» одни новости, сразу публиковать другие и возможно даже «пускать» ложные слухи, дабы спровоцировать требуемые движения в ценах.

- *Поощрение владельцев больших пакетов ценных бумаг.* Помимо премирования и мотивации руководящего состава компании, по мнению сторонников данного подхода, отсутствие регулирования инсайдерской деятельности приносит пользу и владельцам значительных пакетов ценных бумаг. Акционерное законодательство подавляющего большинства стран дает различные привилегии акционерам, доля которых в уставном капитале организации достигает определенных отметок. Однако для того, чтобы достичь этой доли, акционеру приходится вкладывать немалую сумму, что приводит к малой диверсификации его портфеля, подвергая его тем самым дополнительному риску. Инсайдерская информация, попадающая таким акционерам, опять же, по мнению сторонников нерегулятивного подхода, является своеобразной компенсацией

за тот риск, которому они себя подвергают, вкладывая средства для приобретения значительного пакета ценных бумаг одной единственной компании. Аргумент также достаточно спорный, в качестве примера автор считает нужным привести случай зафиксированный SEC (Securities and Exchanges Commission) в 2004 году. Тогда известный бизнесмен в сфере интернет-бизнеса, владелец команды НБА «Даллас Маверикс» Марк Кьюбан приобрел крупный пакет акций интернет-поисковика Mamma.com. Кьюбан получил информацию о проекте готовящейся дополнительной эмиссии акций, последствием которой гарантированно должно было стать разводнение его личной доли в этой компании, а потому незамедлительно принял решение продать свою долю целиком. В итоге такого значительного «вброса» акций на рынок котировка компании ощутимо снизилась, а впоследствии опубликованная информация о дополнительной эмиссии опустила ее еще ниже «по инерции».⁷

1.3.2 Влияние инсайдерской деятельности на рынок капитала

В предыдущем параграфе автором было рассмотрено возможное положительное и отрицательное влияние, оказываемое инсайдерской деятельностью непосредственно на компанию, являющуюся ее источником. Очевидно, что воздействие, оказываемое инсайдерской деятельностью, этим не ограничивается. Гораздо более серьезным для финансового рынка и общества в целом является эффект, оказываемый на рынок капитала. В данном вопросе также будут учитываться разносторонние мнения ученых относительно необходимости регулирования инсайдерской деятельности.

1) Распределение информации. Положительный эффект инсайдерской деятельности здесь заключается в том, что инсайдеры через свои

⁷McDermott Will & Emery – The SEC vs. Mark Cuban Insider Trading Case, 05.01.2009

сделки информируют рынок об обоснованном движении цены в ту или иную сторону, таким образом, реализуя информативную функцию еще до появления существенной информации об объекте инвестирования. «Продвинутые» инвесторы, в таком случае, даже могут выявить в сделках инсайдеров сигналы к покупке или продаже того или иного актива. А инсайдерская прибыль в данном примере является ни чем иным как своеобразной платой общества за информационные сигналы, предоставляемые инсайдерами и их действиями на рынке. Камнем преткновения здесь опять же являются мотивы инсайдеров, они заинтересованы не только в получении инсайдерской прибыли, но и в ее максимизации. Таким образом, они будут пытаться скрыть свои намерения от рынка, размещая свои ордера таким образом, чтобы не вызвать преждевременного движения цены. Этой цели, по всей видимости, инсайдеры будут достигать планомерным наращиванием или, наоборот, закрытием позиций, которое рынком замечено не будет. Также исследования показали, что при наличии сигналов со стороны инсайдеров, инвесторы чутко реагируют лишь на «бычьи» сигналы, означающие рекомендацию к покупке и росту. Данный феномен объясняется двумя психологическими особенностями подавляющего большинства инвесторов: во-первых, рядовые инвесторы склонны к оптимизму и убеждениям в том, что рынок ожидает стабильность и планомерный рост, потому и реагируют практически на любые возможные сигналы к росту. Ну а, во-вторых, в силу вступает финансовая сторона – за наличие и удержание коротких позиций приходится расплачиваться перед брокером за предоставленные в долг бумаги, а потенциал прибыли в случае отсутствия торговли за заемные средства стремится к 100%. Если же «играть на повышение», то потенциал прибыли неограничен, а дополнительные средства за содержание «длинных» позиций брокером не взимаются, поэтому инвесторы проявляют склонность к покупкам, нежели к продажам.

Также процесс распределения информации на рынке с участием инсайдеров, приводящий к «сглаживанию» ценовой асимметрии среди участников рынка, можно обосновать через «механизм трейдинга на основе производной информации» (derivatively informed trading mechanism).⁸ Данный механизм основывается на суждении о том, что «чистый эффект» от инсайдерских сделок практически неспособен вызвать ощутимое движение котировки на рынке, а движение происходит за счет получения другими участниками торгов «производной информации» из сделок, совершаемых инсайдерами. Таким образом, большинство участников торгов на данном сегменте самой по себе информацией не владеют, а имеют в распоряжении лишь *мнение* рынка о предстоящих событиях. Именно эти мнения и формируют основу ощутимых движений цены на рынке. Однако в то же время некоторые авторы отмечают, что данное распределение информации от инсайдеров к «аутсайдерам» (лица, не располагающие инсайдерской информацией, прим. Автора) происходит в замедленном режиме в условиях запрещенных на рынке инсайдерских сделок. Одно из возможных решений представляется через отмену запрета на осуществление таких сделок с внедрением обязанности для инсайдеров отчитываться о проведенных сделках.⁹

2) *Стоимость капитала.* Инсайдерская деятельность на финансовом рынке может влиять на стоимость привлекаемого капитала двумя основными способами.

Во-первых, наличие на рынке активных (совершающих сделки) инсайдеров вынуждает маркет-мейкеров повышать спред котировки бид-аск, поскольку в этом случае именно маркет-мейкер будет

⁸Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, 2003

⁹ Шаповалов А. Использование информации об инсайдерских сделках в процессе принятия инвестиционных решений на фондовом рынке//РЦБ № 17, 2006

«спонсировать» прибыль инсайдера, а увеличивая спред, он этого избегает. Ущерб рынку наносится тем, что спред увеличивается в равной степени для всех участников рынка, т.к. маркет-мейкер никак не может заранее знать, кто именно является инсайдером, а кто нет. Таким образом, стоимость привлекаемого капитала для рядовых инвесторов увеличивается. Скорее всего, они будут приобретать те же инструменты в меньшем объеме, чтобы снизить риск, либо вовсе уйдут с рынка (если сравнивать с рынком, на котором инсайдерская деятельность не ведется).

Во-вторых, поскольку рядовые инвесторы не имеют представления о наличии или отсутствии на выбранном ими рынке или инструменте инсайдеров, во всей красе проявляется эффект «рынка лимонов», сформулированный Джорджем Акерлофом.¹⁰ Он представляет собой классический пример информационной асимметрии, пример которой в трудах Дж. Акерлофа иллюстрируется в рамках рынка подержанных машин. В данном примере весь рынок подержанных машин делится на «апельсины» - машины, продающиеся по своей справедливой цене, либо дешевле, качественный товар; и «лимоны» - автомобили со скрытыми повреждениями, стоимость которых существенно ниже требуемой за них цены.

Основной проблемой покупателя автомобиля, равно как и покупателя финансового инструмента, является неопределенность. Он не знает заранее, является ли автомобиль (финансовый инструмент) «лимоном» или «апельсином», и потенциально ожидает «лимон» в каждом конкретном случае. Очевидно, страдают от этого в большей степени именно «апельсины», то есть рынки или акции, по которым инсайдерские сделки не проводятся, но инвестиционная привлекательность все равно не может стать выше «лимонного»

¹⁰George A. Akerlof. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics, v.84, August 1970,

потолка. Конечный удар наносится именно национальной экономике, так как данный парадокс серьезно снижает инвестиционную активность на финансовых рынках, и, равно как и в предыдущем примере, заставляет инвесторов снижать объемы вложений, либо вовсе уходить с рынка

3) *Равноправие инвесторов.* Данный аргумент, пожалуй, является не столько юридическим и взывает к равному объему прав, сколько затрагивает этическую сторону торгов. Как уже было отмечено автором в самом начале Главы 1, долгое время инсайдерская деятельность не считалась преступной, а успехи в использовании инсайда приравнивались к удачному воплощению таланта бизнесмена. По сути, аргумент противников инсайдерских сделок, заключающийся в том, что инсайдеры располагают большим объемом информации, нежели рядовые инвесторы, наивен. Информационное неравенство характерно для каждого отдельного инвестора, в зависимости от читаемой им прессы, используемых информационных порталов, умения выделять существенное от несущественного, и, в конце концов, памяти.

В действительности же серьезным конкурентным преимуществом инсайдеров является именно то, что рядовые инвесторы не имеют никаких законных оснований на обладание конфиденциальной информацией, доступной инсайдерам. По мнению автора, именно данный аргумент в корне подрывает мотивацию инвесторов. Поставленные в заведомо неравные условия, они обречены на намного меньшую потенциальную и прибыль, и, соответственно, большие убытки. Несогласные с данным положением вещей, очевидно, покинут рынок, а в этом заключается основная угроза рынку капитала, исходящая от инсайдерской деятельности. Если на рынке установлен неблагоприятный для инвесторов климат, если правовые основы для совершения сделок устанавливают заведомо неравные условия для

участников, то это неизбежно приведет к кризису, причиной которого будет бегство инвесторов.

1.3.3 Ущерб, наносимый частным инвесторам.

Данный вопрос в литературе, посвященной проблематике регулирования инсайдерской деятельности, является одним из наиболее спорных. Не вызывает сомнения тот факт, что инсайдерская деятельность оказывает влияние на инвестиционный климат и положение рынка капитала, но то, что ущерб наносится отдельно взятому частному инвестору, доказать не представляется возможным. Каждый отдельный инвестор в первую очередь задумывается о возможном движении цены в ту или иную сторону, в то время как состав участников торгов его интересует в куда меньшей степени. Предположим, инвестор, совершающий сделку с инсайдером, оказывается с ним на противоположных сторонах рынка и, по всей видимости, окажется в убыточном положении. Однако природа этого убытка состоит не в наличии инсайдера на рынке, а в неверности суждения инвестора о направлении движения на рынке. Таким образом, возникает парадокс «преступления без пострадавшего», или «victimless crime». Примером такого может быть не только инсайдерская деятельность, т.к. основу данного парадокса составляют два элемента: наличие правонарушения и отсутствие возможности идентификации жертвы правонарушения. Все заключается в том, что в условиях классического финансового рынка, на котором заключаются безадресные сделки, а стороны принимают независимые решения по заключению сделок, инсайдерская деятельность не наносит прямого ущерба конкретному инвестору. Это объясняется тем, что при сравнительном анализе ситуаций на одном и том же рынке (с инсайдерами и без них), рядовые инвесторы будут действовать независимо от наличия инсайдеров. То есть, в случае если задействованный в сделке с инсайдером инвестор несет убытки, то он

понесет их вне зависимости от того, является ли контрагентом инсайдер или кто-либо другой.

В заключение главы целесообразным представляется подведение ее кратких итогов. Инсайдерская деятельность представляет собой предельно сложную категорию финансового рынка, что обусловлено множеством факторов. Круг лиц, признаваемых инсайдерами, конкретные сделки, попадающие под определение «инсайдерских», система правовой защиты инвесторов от использования конфиденциальной информации в личных целях – интерпретированы на финансовых рынках в различных вариациях. Единым остается лишь факт наличия возможностей для инсайдерской торговли, обусловленный текущим состоянием развития информационной инфраструктуры мирового финансового рынка.

Вопрос же характера воздействия инсайдерских сделок на частных инвесторов, финансовый рынок, экономику в целом – закрытым не является. В частности, некоторые последствия инсайдерских сделок можно смело назвать позитивными. Среди них осуществление информационной функции на финансовом рынке, способствование ускоренному обмену информацией между участниками фондового рынка и, как следствие, раскрытию конфиденциальной информации. Инсайдерская деятельность, не запрещенная законодательно, может способствовать созданию развитой системы поощрения результатов работы менеджеров, имеющих доступ к конфиденциальной информации. Также, согласно Теореме Коуза (применение которой к практике финансового рынка очень ограничено, ввиду серьезного допущения об отсутствии транзакционных издержек), инсайдерская деятельность не наносит конечного вреда обществу, т.к. в конечном итоге актив все равно

попадает в распоряжение самого эффективного собственника вне зависимости от текущего распределения прав собственности на актив.¹¹

В действительности же, ущерб, наносимый инсайдерскими сделками, представляется отнюдь не меньшим. Конфликт интересов менеджеров и самой компании может привести к обогащению первый за счет второй именно благодаря инсайдерской деятельности, а вред, наносимый инвестиционному климату того или иного рынка невозможно переоценить. Основными негативными последствиями инсайдерских сделок становятся повышенные стоимости привлечения капитала на рынке, подрыв доверия инвесторов к финансовой системе в целом.

В конце концов, ситуация, при которой права одних инвесторов необоснованно занижены в пользу других, является абсолютно неприемлемой для текущего уровня развития мировой финансовой системы, и, что более важно, системы международного права. Таким образом, автор присоединяется к мнению о необходимости ограничения практики инсайдерских сделок на рынке и предотвращения использования инсайдерской информации в личных целях.

¹¹ Thayer Watkins - Illustration of the Coase Theorem, <http://www.sjsu.edu/faculty/watkins/coasetheorem.htm>

Глава 2. Регулирование инсайдерских сделок на финансовом рынке США

Как уже было вскользь отмечено в Главе 1, финансовый рынок США поистине является флагманом в сфере регулирования финансовых рынков и, в частности, процессов, связанных с инсайдерскими сделками на рынке ценных бумаг. Поэтому исследование механизмов регулирования инсайдерских сделок, как правоприменительного, так и превентивного, стоит начать именно с опыта Соединенных Штатов. В данном вопросе необходимо разделить функции, выполняемые регулятивным аппаратом на:

- 1) надзорную, отвечающую в первую очередь за своевременное получение контрольными органами необходимой информации об объекте надзора для получения наиболее детального представления о характере сделок, выполняемых объектом.
- 2) правоприменительную, нацеленную на выявление факта совершенного нарушения и привлечению к ответственности виновных лиц

При этом единоличное наделение какой-либо из них ярко выраженным «карательным» или превентивным свойством будет не совсем верно, т.к. четко отлаженная система надзора в сочетании с системой финансового мониторинга операций на рынке ценных бумаг может обеспечивать предотвращение инсайдерских сделок. В то же время эту же функцию может выполнять и правоприменительный механизм: к примеру, жесткие санкции в отношении правонарушителей могут заставить потенциального инсайдер-трейдера отказаться от своих намерений.

2.1. Система надзора на финансовом рынке США

Недобросовестные практики и злоупотребления, имеющие место на рынке ценных бумаг, такие как: манипулирование ценами на рынке, недобросовестное поведение брокеров по отношению к их клиентам, наряду с рассматриваемыми в работе инсайдерскими сделками, оказывают наиболее разрушительное влияние на процессы, протекающие на рынке. Очевидно, что сопротивление, оказываемое противоправным действиям участников рынка, со стороны регулирующих органов является неопределимо важной задачей в целях защиты прав инвесторов и сохранения доверия общественности к рынку. Поэтому, в целях противодействия нарушениям на финансовых рынках, организаторы торговли разрабатывают эффективные 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 (Securities Act)¹², 1934 (Securities Exchange Act)¹³ и 1940 (Investment Advisers Act)¹⁴

¹² The Securities Act of 1933 (P.L. 73-22, 48 Stat. 74), <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>

¹³ Securities Exchange Act of 1934 (Pub.L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.), www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf

¹⁴ The Investment Advisers Act of 1940, codified at 15 U.S.C. § 80b-1 <http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>

годах 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 CPO, 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).

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 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, 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:

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 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. В частности, они успешно функционируют на Франкфуртской и Австралийской биржах.¹⁵

2) Системы, использующие принципы статистического анализа (Statistical Rule Based System). Помимо простых отклонений при генерации сигнала могут быть использованы различные методы статистического анализа. Такие системы позволяют корректно учесть характерные внутрисуточные 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 Automated Tracking system.

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

¹⁵Астанин Э., Салахутдинов В., «Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт», РЦБ, №6, 1999 год.

Работа систем основана на решении задач классификации, моделирования и распознавания образов, а также на использовании экспертных баз знаний, 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). 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 любой другой противоправной деятельностью.¹⁶

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. 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

¹⁶ Астанин Э., Салахутдинов В., «Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт», РЦБ, №6, 1999 год.

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.

2.2 Законодательство США, регулирующее инсайдерскую деятельность

2.2.1 Основа законодательной базы США по борьбе с инсайдерскими сделками

Стоит отметить, что в структуре государственных органов США, к компетенции которых относится регулирование рынка ценных бумаг, имеет место четко разделение полномочий, разграничивающих сферы контроля каждого отдельного органа. К примеру, корпоративные выпуски относятся к компетенции SEC; на рынке государственных обязательств верховенствующая 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 маржинального покрытия законодательно фиксируется ФРС в общенациональном масштабе на достаточно высоком уровне. Цель этого - исключить негативное влияние маржинальных операций на кредитный рынок. 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 неоднократно сказано, США являются родиной анти-инсайдерского законодательства. Поэтому, на взгляд автора, имеет смысл рассмотреть более подробно нормативные процедуры, применяемые к нарушителям 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 законодательства, попавших 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 (nonpublic) 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 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.

Стоит отметить, что термин «инсайдерская информация» в правовых актах отсутствует. Единственными двумя характеристиками, которыми может обладать информация по законодательству, регулирующему инсайдерскую деятельность в США являются:

- 1) существенность (materiality)
- 2) общеизвестность (publicity)

Критерий существенности впервые был принят Верховным Судом по завершению дела *TSC Industries, Inc. v. Northway* 1976 года,

сформулированный таким образом, что существенной признавалась та информация, которая с разумной степенью уверенности повлияет на мнение акционера при принятии им решения на голосовании годового собрания. Впоследствии эта формулировка была пересмотрена и в 1988 году существенностью признали: «совокупная степень влияния информации на принимаемое инвестором решения в зависимости от вероятности наступления события (равное ста процентам, если событие уже произошло) и значение возможного события для компании с учетом ее активности на рынке и размеров». Данная формулировка справедлива и на текущую дату.

Говоря о критерии общеизвестности, имеют ввиду доступность информации неограниченному кругу лиц, причем для перехода информации от «служебной» к «публичной», она должна пройти два этапа: распространения и усваивания общественностью. Причем критерий усваивания является достаточно размытым, т.к. в случае отсутствия ограничений на проведение сделок инсайдерами, существовал бы большой риск того, что SEC посчитает такую сделку инсайдерской, ссылаясь на то, что период времени, предполагаемый для становления информации публичной, с момента ее распространения не прошел. Именно поэтому сами компании-эмитенты устанавливают для своих сотрудников правила заключения сделок, объектами которых являются акции компании-работодателя. Как правило, в году устанавливается 4 периода, когда потенциальные инсайдеры могут продавать акции своей компании, начинающиеся спустя 2-3 дня после публикации квартальной отчетности и продолжительностью до двух недель.¹⁷

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;

¹⁷ Гетьман-Павлова И.В. «Инсайдерская информация и инсайдерская торговля на рынке ценных бумаг» // Бизнес и Банки, 11.02.2008

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, брокеры и служащие печатных издательств, которые получали такую информацию, в связи с оказанием услуг корпорации, чьи ценные бумаги 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.

Предположим, некий президент публично продаваемой корпорации, у 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.

Вполне справедливым будет утверждение о том, что раздел 10b-5 в данный момент является основным правоприменительным инструментом в руках Комиссии по ценным бумагам и биржам. Принятый в виде дополнения к существующему закону 1934 года, раздел вступил в законную силу в 1942

году. Несмотря на то, что термины «инсайдерская торговля» или «инсайдерские сделки» в нем произнесены не были, именно раздел 10b-5 является на протяжении уже многих лет главным основанием для привлечения лиц к ответственности по делам об инсайдерских сделках.

В то время как пункт закона 10b накладывает запрет на осуществление каким-либо способом манипуляций на рынке с любыми финансовыми инструментами, которые могут нанести вред публичным интересам инвесторов, т.е. является основной правоприменительной нормой в отношении манипулятивных сделок, раздел 10b-5 гласит:

Неправомерным для всех без исключения лиц является прямое или не прямое, при помощи инструментария межгосударственной торговли, почтовой службы, а также любого подразделения национальной биржи:

- использование любых устройств, схем или приспособлений с целью обмана
- совершение ложных утверждений, высказываний относительно информации, признаваемой существенной, также необоснованное сокрытие существенных фактов, необходимых для их совершения
- вовлечение в любое действие, сделку, влекущую или способную повлечь факт мошенничества или обмана, связанного с покупкой или продажей любой ценной бумаги.¹⁸

Как можно заметить, раздел имеет очень широкую трактовку. Для более точного понимания механизмов, благодаря которым данная норма позволяет привлечь виновных к ответственности, будет целесообразным сделать краткий обзор основных прецедентов, имевших место в правоприменительной практике инсайдерского законодательства в США.

Первым поистине громким прецедентом, позволившим Комиссии по ценным бумагам и биржам сделать значительный шаг в совершенствовании

¹⁸Securities Exchange Act of 1934 (Pub.L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.), Section 10b-5, www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf

судебной практике по инсайдерским сделкам, было дело *Cady, Roberts & Co.* Данное судебное разбирательство впервые было окончено обвинительным приговором по факту совершения инсайдерских сделок на открытом рынке. В заключении Комиссии по делу было сделано заявление о том, что корпоративные инсайдеры впредь обязаны раскрывать любую существенную информацию, которой они располагают, либо же воздерживаться от заключения сделок на рынке ценных бумаг. Также зона охвата раздела 10b-5 была расширена до «всех без исключения лиц», которые имеют твердые обязательства по раскрытию информации, т.е. лиц, имеющих какого-либо рода «отношения, дающие прямой или не прямой доступ к существенной информации, предназначенной для корпоративного использования и недопустимой к использованию в личных целях», коей в данном деле являлось получение личной финансовой выгоды на рынке.¹⁹

Второй важный шаг был сделан в деле *SEC vs. Texas Gulf Sulfur Co.* По его итогам необходимость наличия какого-либо рода «отношений», дающих доступ к информации, была устранена. Другими словами, источник получения инсайд-трейдером информации может быть не закреплен правовыми отношениями, однако признаваться неправомерным использованием данной информации все равно будет. Данное изменение позволило расширить круг охвата раздела 10b-5 до уже упомянутых вторичных инсайдеров, т.е. любого рода лиц, которые по каким-либо причинам получили доступ к информации и не выполнили одно из двух условий (раскрытие информации или воздержание от сделок на основе информации).²⁰

Однако данная трактовка подверглась повторному рассмотрению по итогам дела *Chiarella vs. United States* 1978 года, в котором подсудимый был оправдан. Обвиняемый работал корректором в финансовом издательстве, а журналист, за которым он был закреплен, в этот момент работал над

¹⁹Case of CADY, ROBERTS & CO. File No. 8-8925. Promulgated November 8, 1961

²⁰Case of SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 1968

документами по крупной сделке поглощения. В целях конфиденциальности журналист скрыл от своего корректора имена поглощающей и поглощаемой компаний, но тот смог сам догадаться о том, о каких компаниях идет речь в статье. Таким образом, еще до официального разглашения информации о поглощении, обвиняемый смог заключить необходимые сделки по покупке акций на бирже. Обвинительный приговор вынесен так и не был, поскольку, во-первых, подсудимый не был связан фидуциарными обязательствами с акционерами (как первичные инсайдеры), но и не мог быть идентифицирован как вторичный инсайдер, поскольку фактически эту информацию он выяснил сам, а потому не имел обязательства разглашать ее до совершения сделок. Это подтолкнуло SEC разделить ответственность, которая может быть понесена первичными и вторичными инсайдерами, расширив ее для первых. Базисом для регулирования инсайдерской торговли стали фидуциарные отношения между инсайдерами и акционерами, когда у первичного инсайдера есть обязательство раскрывать существенную информацию.²¹

Следующим важным шагом к определению ответственности инсайдеров стало дело *Dirks vs. United States*, после которого подход, примененный в деле *Chiarella* был пересмотрен относительно ответственности вторичных инсайдеров, которые становились также фидуциарно обязанными перед акционерами в случае, если они ввиду вступления с первичными инсайдерами в правовые отношения, получали конфиденциальную информацию на основании данных отношений. В первую очередь это относилось к финансовым консультантам, сторонним юридическим компаниям, ранее причисляемых к вторичным инсайдерам, но ввиду данной поправки приравнивались к первичным в случае рассмотрения дела с точки зрения фидуциарных обязательств.

Дело *Dirks* было важным не только в сфере расширения обязательств для многих вторичных инсайдеров. В частности, были закреплены уже упомянутые категории «tippee» и «tipper», а также основания, согласно

²¹ Case of *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 1980

которым наступала их ответственность. Так, например, подача рекомендации “tip” первичным инсайдером не всегда наказуема. Чисто теоретически, само по себе такое «неофициальное» разглашение является нарушением раздела 10b-5, однако фидуциарным нарушением по отношению к акционерам признается, только если инсайдер получил какую-либо выгоду от этого. В то же время, вторичные инсайдеры могут быть привлечены к ответственности только при наличии двух условий: разглашение информации первичным инсайдером и наличие у tippee знаний о том, что данная информация является инсайдерской. Таким образом, SEC применила производную ответственность вторичных инсайдеров.²²

Помимо этого, фидуциарная ответственность была возложена на работников компании, пусть даже бывших, которые имели доступ к конфиденциальной информации, владельцев крупных пакетов ценных бумаг компании (от 10% исходя из закона) и даже на саму компанию, поскольку она как единое целое также является связанной доверительными отношениями с акционерами. В случае, если инсайдер дает tip не напрямую, а через компанию, то ответственность в данном случае падает на компанию целиком.

Последним по счету, но далеко не по ценности для общества изменением в законодательной основе США касательно инсайдерского регулирования, стало подписание президентом Обамой STOCK Act (Stop Trading on Congressional Knowledge). Как следует из названия, акт запрещает Конгрессменам США использовать информацию, полученную в ходе правительственной службы, в целях заключения сделок на рынке ценных бумаг.²³ Более детально, теперь лицо, идентифицируемое как конгрессмен, в случае получения конфиденциальной информации, автоматически получает

²² Case of SEC vs. Dirks 525 U.S. 1070; 119 S. Ct. 801; 142 L. Ed. 2d 662; 1999 U.S.

²³ What is the Stop Trading on Congressional Knowledge (STOCK) Act? 04.04.2012,

<http://insidertrading.procon.org/view.resource.php?resourceID=004520>

фидуциарную обязанность. Ранее конгрессмены никогда не могли быть привлечены к ответственности за инсайдерские сделки по причине того, что хоть статус конгрессмена и не освобождает от действия разделов 10b и 10b-5, но формально наложение на них фидуциарных обязательств было невозможным (помимо случаев, когда конгрессмен является первичным инсайдером). Акт трижды не был принят в 2006, 2007 и 2009 годах, однако после опубликования в ноябре 2011 года журналом 60 minutes предположительной информации о том, что некоторые конгрессмены использовали полученную в служебных целях информацию для личной выгоды при заключении сделок на финансовых рынках, получил подавляющее большинство голосов при следующем рассмотрении.²⁴

2.2.2 Санкции, применяемые к нарушителям инсайдерского законодательства в США

Актуальные и на текущую дату меры наказания, применяемые по отношению к нарушителям законодательства США, регулирующего инсайдерскую деятельность, были утверждены в двух поправках к Securities Exchange Act: Insider Trading Sanctions Act (1984) и Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (1988). Данные поправки были утверждены в законе в форме параграфов 20а и 21а и устанавливали пределы ответственности инсайдеров и меры наказания для них.

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*

²⁴Overview: Should insider trading by Congress be allowed? 18.04.2012
<http://insidertrading.procon.org/view.resource.php?resourceID=001513>

лицом контролирующим инсайдера (*controlling person*) во время совершения им противоправных действий.

Сумма штрафа, налагаемого на нарушителя инсайдерского 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.²⁵

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. 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 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

²⁵ Securities Exchange Act of 1934 (Pub.L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.), Section 21A «Civil penalties for insider trading », www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf

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.

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 прибыль 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.²⁶

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 инсайдерского 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*

²⁶ Securities Exchange Act of 1934 (Pub.L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.), Section 20A «Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading»
www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf

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 вознаграждения 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 факторы: важности информации, предоставляемой информатором, критерия добровольности ее предоставления, существования иных заявлений по данному делу и общей суммы штрафа, из которой вознаграждения может быть выплачено.²⁷

2.2.3 Ограничения, накладываемые на лиц, признаваемых инсайдерами в США

В целях ограничения потенциала инсайдеров в сфере использования конфиденциальной информации, закон Securities Exchange Act 1934 года содержит некоторые дополнительные меры.

В пункте 16а указывается, что любое лицо, косвенно или непосредственно владеющее 10% и более акций компании-эмитента,

²⁷ Securities Exchange Act of 1934 (Pub.L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.), Section 21A «Civil penalties for insider trading », www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf

зарегистрированной в соответствии с данным законом, а также лица, являющиеся руководителями или директорами данной компании, обязаны в течение 2 дней (ранее 10)²⁸ уведомить Комиссию по ценным бумагам и биржам о получении данного статуса. Также в течение десяти дней после окончания каждого календарного месяца, в котором имели место изменения в портфеле принадлежащих им ценных бумаг, данные лица обязаны предоставить отчет в Комиссию об этих изменениях за последний календарный месяц.²⁹

Стоит также отметить и особенность раскрытия информации, внедренную в законодательство США вместе с принятым SEC правилом о справедливом раскрытии (Fair Disclosure Regulation). Согласно данному правилу, публично торгуемые компании (акции которых находятся в свободном обращении на биржевом, либо внебиржевом рынке) обязаны отказаться от «выборочного» раскрытия, т.е. все без исключения инвесторы должны получать существенную информацию одновременно в форме публикуемых компанией пресс-релизов, публичных выступлений исполнительных лиц и агрегированной информации, обязательным образом предоставляемой в общий доступ на веб-сайтах компании.³⁰

Еще одно положение Закона ограничивает право инсайдеров спекулировать акциями своих компаний. Конкретно пункт «b» раздела 16 закона Securities Exchange Act 1934 года дает компании-эмитенту право истребовать в свою пользу прибыль, полученную инсайдером при торговле акциями компании (или производными от них финансовыми инструментами), если прибыль получена в результате обратных операций (купли-продажи или продажи-купли) за период, не превышающий шести месяцев. Основная цель существования этого

²⁸ The Sarbanes–Oxley Act of 2002 (Pub.L. 107-204, 116 Stat. 745, enacted July 29, 2002),

<http://news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>

²⁹ Securities Exchange Act of 1934 (Pub.L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.), , Section 16A «Directors, Officers & Principal Stockholders» www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf

³⁰ SEC Rule: Regulation FD of 2000, <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>

положения – предотвращение спекуляций, осуществляемых инсайдерами, объектом которых являются акции своих компаний, причем основой для которых является конфиденциальная информация. Очевидным недостатком положения является то, что проведение подобных спекуляций за период, превышающий шесть месяцев, под закон попадать не будет.³¹

Еще один очень важный пункт касается использованием инсайдерами такого инструмента как короткие продажи: для вышеназванных лиц проведение сделки по продаже ценной бумаги, владельцем которой они не являются, противозаконно. Также законодательство требует от лица поставки продаваемой акции в течение 20 дней или депонирования ее счете в течение 5 дней.³² Данная норма имеет вполне ясное назначение: если вдруг компании будут грозить кризисные времена, и держатели крупных пакетов акций или топ-менеджмент компании решат обезопасить себя от убытков, при этом не нарушая прочих норм законодательства, то они могут это сделать вполне свободно. Если же данные лица попытаются спекулятивным образом заработать на падении котировок компании путем совершения короткой продажи – это весьма негативным образом скажется на положении компании, цена акций которой упадет еще ниже вследствие повышенного предложения на рынке. Очевидно, что данный пункт закона позволит избежать подобной ситуации на рынке.

В заключение анализа системы США по регулированию инсайдерских сделок, автор считает нужным подвести некоторые итоги. Совершенно точно можно утверждать, что на данный момент инсайдерское законодательство США занимает лидирующие позиции в мире в вопросе борьбе с нелегальной практикой использования конфиденциальной информации в целях обогащения на рынке ценных бумаг. Очевидно, что

³¹ Securities Exchange Act of 1934 (Pub.L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.), Section 16B «Directors, Officers & Principal Stockholders», www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf

³² Securities Exchange Act of 1934 (Pub.L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.), Section 16C «Directors, Officers & Principal Stockholders», www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf

используемая законодательная база является продуктом многолетней регулятивной и правоприменительной практики, являющейся отражением многолетней истории и традиций финансового рынка США. Комиссия по ценным бумагам и биржам, будучи главенствующим административным органом, успешно выявляет случаи инсайдерских сделок на рынке и применяет санкции по отношению к виновным лицам. Законодательная база интенсивно развивается в сфере раскрытия информации, ее скорости, общедоступности и качества (примером тому является закон Сарбанна-Оксли от 2002 года, утвердивший новые принципы детализации финансовых отчетов, корпоративной ответственности и возможных конфликтов интересов аналитиков и инвесторов)³³. Последняя разработка конгресса – STOCK Act – регулирующий использование конфиденциальной информации конгрессменами, закрыл очередную «брешь» в законодательстве, направленном на предотвращение сделок.

Также нельзя обойти стороной меры, предпринимаемые Комиссией для создания равных условий на рынке для профессиональных участников и рядовых инвесторов. На американском фондовом рынке самыми подробными и актуальными данными о ценных бумагах обладают специалисты (фирмы, управляющие торговым процессом, исполнением ордеров брокеров, поддержанием цен. Компания-специалист имеет право "вести" определенную акцию и обязана следить, чтобы по ее ценной бумаге предложение всегда находило спрос). Специалист сотрудничает с фирмой-нанимателем и владеет инсайдерской информацией, недоступной простым трейдерам. Это позволяет ему совершать сделки на более выгодных условиях. Для собственной выгоды специалисты совершают 13-15% от всего объема торговых операции. Положение посредника между компанией и трейдерами является наиболее выгодным.

³³ The Sarbanes–Oxley Act of 2002 (Pub.L. 107-204, 116 Stat. 745, enacted July 29, 2002), <http://news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>

Для защиты интересов простых торговцев ценными бумагами на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) принят свод правил, ограничивающих права специалистов. Если поступающие от брокеров ордера на покупку и продажу "находят пару" естественным путем, специалист обязан просто исполнить эти приказы, не вмешиваясь в торговлю. Таким образом, специалисты сначала исполняют приказы клиента и только потом - свои собственные. На практике посреднические компании далеко не всегда придерживаются установленных правил. В 2006 г. руководство NYSE обвинило в нарушении правил торговли пять фирм-специалистов из семи, работающих непосредственно в торговом зале. На обвиненные в нарушениях компании были наложены крупные штрафы.³⁴

Однако нельзя с полной уверенностью назвать законодательную систему США, регулирующую инсайдерскую деятельность, идеальной. В частности, на 2012 год сложились вполне осязаемые проблемы:

1. SEC по-прежнему испытывает трудности с обнаружением инсайдерской практики у вторичных инсайдеров: рядовых банкиров, трейдеров, аналитиков, консультантов
2. Затруднения связаны и с привлечением к ответственности данных лиц, т.к. многим из них удается снять обвинения со ссылкой на незнание о конфиденциальности используемой информации. Эти проблемы во многом даже провоцирует SEC начинать расследования в отношении сделок, не являющихся инсайдерскими в конечном итоге.³⁵
3. Несмотря на очевидные преимущества, американский подход к регулированию противоправной инсайдерской деятельности, без сомнения, является чрезвычайно сложным и неоднозначным

³⁴ Гетьман-Павлова И.В. «Инсайдерская информация и инсайдерская торговля на рынке ценных бумаг» // Бизнес и Банки, 11.02.2008

³⁵ Davis M. U.S. Government cracks down on insider trading, 28.03.2012, <http://www.investopedia.com/financial-edge/0312/U.S.-Government-Cracks-Down-On-Insider-Trading.aspx#axzz1tpgoATPg>

в применении. Частично это связано с уникальностью судебной власти: решения двенадцати апелляционных судебных округов обладают равной силой, но то обстоятельство, что решения могут выноситься на основании диаметрально противоположных процессуальных подходов и с использованием различного материального права, на практике зачастую приводит к тому, что один и тот же фактический состав одним судом будет признан достаточным для установления факта нарушения запрета на противоправную инсайдерскую деятельность, в то время как другой суд может прийти к прямо противоположному результату.³⁶

Но немногочисленные проблемы, существующие на финансовом рынке США и связанные с инсайдерскими сделками, скорее являются лишь «ложкой дегтя в бочке меда», ибо общая картина представляется предельно позитивной. Комиссия по ценным бумагам и биржам является рекордсменом в количестве обнаруженных инсайдерских сделок, что существенно снижает желание потенциальных инсайд-трейдеров совершать сделки на базе конфиденциальной информации. Именно Комиссии принадлежит также достижение по обнаружению самой крупной инсайдерской сделки в истории, совершенной управляющим компании Galleon Group Раджем Раджем Раджаратманом, общий ущерб от которых Комиссия оценила почти в 60 миллионов долларов.³⁷ Естественно, случаи вынесения обвинений являются далеко не единичными. Комиссия является в то же время лидером по количеству рассматриваемых в рамках инсайдерского законодательства сделок, а превентивная надзорная система финансового рынка США признана одной из самых эффективных в мире.

³⁶ Мокаев Э. – Инсайдерская деятельность в Соединенных штатах Америки, Журнал «РЦБ», №7, 2003

³⁷ Оверченко М., Дмитриенко Д. Основатель хедж-фонда Galleon получил за инсайд 11 лет, 13.10.2011, http://www.vedomosti.ru/finance/news/1392398/osnovatel_hedzhfonda_galleon_poluchil_11_let_tyurmy_za

Глава 3. Регулирование инсайдерских сделок на финансовом рынке РФ и перспективы его развития

Само по себе наличие возможностей для инсайдерской торговли в условиях сильной, но не идеальной информационной среды, является неизбежным. Еще сильнее обостряется эта проблема в условиях не развитого финансового рынка, образец которого был рассмотрен в Главе 2 на примере США, а развивающегося (emerging market), коим и является финансовый рынок РФ. Для финансового сектора развивающихся рынков в целом характерны черты чрезмерной концентрации капитала, приходящаяся на небольшое количество эмитентов, пониженная инвестиционная активность ввиду слабой инфраструктуры рынка и заниженный уровень правовой защиты, призванный защитить рынок и его участников от злоупотреблений и недобросовестных практик на рынке.

С точки зрения автора, важным является разрешение вопроса о применении американской системы в РФ. К сожалению, он будет не слишком корректен из-за наличия фундаментальных расхождений в правовых системах. Ситуация сложилась таким образом, что в США суды наделены законотворческими полномочиями, что позволяет корректировать законодательную систему страны максимально оперативно, а разбирать дела и выносить обвинения – применяя сравнение с имеющимися прошлыми прецедентами.

Инсайдерское законодательство РФ лишено возможности внедрения данной системы как шаблона, соответственно, вынуждено избрать свой собственный эффективный путь совершенствования законодательной базы и ее успешного применения.

В Главе 3 данной работы речь пойдет именно о законодательстве РФ и его успехах в предотвращении инсайдерских сделок и их регулировании.

Внимание будет уделено историческим аспектам регулятивной деятельности, также существующему правовому каркасу инсайдерского законодательства, его особенностям, недостаткам и перспективах его изменения в будущем.

3.1 Основы законодательного регулирования инсайдерских сделок на финансовом рынке РФ

Стоит в первую очередь отметить, что рассмотрение данной тематики всего несколько лет назад было бы несколько парадоксальным. Дело в том, что до 2008 года упоминание в законопроектах об инсайдерских сделках ограничивалось лишь абстрактным запретом на их осуществление, описанном в одной из статей закона «О рынке ценных бумаг». Более того, не был сформулирован понятийный аппарат: присутствовало лишь определение «служебной информации», а такие термины как «инсайдер», «инсайдерская информация», «инсайдерская сделка» были оставлены без внимания.³⁸ В дополнении ко всему, в рамках гражданского кодекса РФ было выделено понятие служебной и коммерческой тайны, определение которого, на взгляд автора, обладает большим количеством признаков традиционно признаваемой в мировом законодательстве «инсайдерской информации». В частности, ограничение по доступу к информации для третьих лиц, ее ценность в случае разглашения и обязательство виновного в разглашении лица возместить причиненные убытки.³⁹ Примечательно, что в сфере рынка ценных бумаг использовано не было ни то, ни другое (не было зафиксировано ни одного случая осуществления инсайдерской сделки), во многом, помимо перечисленного, благодаря отсутствию в законодательстве норм, прямо утверждающих ответственность лиц за нарушение запрета. Нетрудно

³⁸ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ, Глава 8, (утратила силу), статья 31-32 (с изменениями и дополнениями). Текст в актуальной и предыдущих редакциях опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

³⁹ Гражданский кодекс Российской Федерации, ст. 139 (с изменениями и дополнениями). Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

догадаться, что данная схема выявления и предотвращения инсайдерских сделок на рынке была малоэффективна.

Значительный шаг был сделан как раз в конце 2008 года (хотя данный вопрос создания отдельного законопроекта существовал еще в 2000-м году)⁴⁰, когда в Госдуму на рассмотрение попал проект федерального закона РФ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком». Закон был принят 27 июля 2010 года и вступил в силу 27 января 2011 года (за исключением отдельных статей).

3.1.1 Инсайдеры и инсайдерская информация

Очевидно, что на данный момент Федеральный закон от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком»⁴¹ является системообразующим элементом инсайдерского законодательства РФ. Поэтому целесообразным является проведение его анализа, равно как и анализа изменений, произошедших в отечественном законодательстве после его принятия.

Таким образом, в российском законодательстве появилось определение «инсайдерской информации». В соответствии с упомянутым в предыдущем абзаце законом, таковой признается *точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена (в том числе сведения, составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну, тайну связи (в части информации о почтовых переводах денежных средств) и иную охраняемую законом тайну), распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов,*

⁴⁰ Тарачев В. «Чтобы остановить инсайдера, достаточно просто написать о нем// РЦБ, 2001, №12

⁴¹ Федеральный закон Российской Федерации от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

иностранной валюты и (или) товаров (в том числе сведения, касающиеся одного или нескольких эмитентов эмиссионных ценных бумаг, одной или нескольких управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, одного или нескольких хозяйствующих субъектов, признаваемых доминирующими фирмами, внесенными в реестр в соответствии с законом «О защите конкуренции» от 26 июля 2006 года № 135-ФЗ)⁴², либо одного или нескольких финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров) и которая относится к информации, включенной в соответствующий перечень инсайдерской информации, указанный в статье 3 упомянутого выше закона (информация, признаваемая инсайдерской).⁴³ Данное определение отвечает двум важнейшим признакам:

- Информация не распространена
- Информация способна оказать существенное влияние на котировку определенной ценной бумаги, перечень которых довольно широко представлен в законе

Фактически, данные признаки являются отражением выделенных в американском законодательстве *materiality* и *publicity*, при этом упор делается на *точную* и *конкретную* информацию, что автоматически исключает из списка сведений, относящихся к инсайдерской информации, прогнозы и аналитические отчеты. Сравнение формулировки с американской не представляется возможной ввиду объективной причины отсутствия таковой в законодательстве США. Поэтому для дополнения сравнительного анализа автор счел нужным привести в пример определение, данное в Директиве ЕС: *инсайдерскую информацию как информацию публично не раскрытую,*

⁴² Федеральный закон от 26 июля 2006 г. N 135-ФЗ «О защите конкуренции» (с изменениями и дополнениями). Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

⁴³ Федеральный закон Российской Федерации от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», статья 2. Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

*обладающую известной ценностью, относящуюся к одному или нескольким эмитентам финансовых инструментов либо к одному или нескольким таким инструментам, которая в случае раскрытия непременно окажет значительное влияние на котировки таких финансовых инструментов или соответствующих деривативов.*⁴⁴ Легко заметить наличие необходимых общих признаков, несмотря на лаконичность определения, приведенного в обновленной версии Директивы. Поэтому с изрядной долей уверенности можно констатировать, что правовое определение «инсайдерской информации», предложенной в законе «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации»⁴⁵, отвечает международным нормам.

Далее, любопытным представляется рассмотрение списка лиц, являющихся инсайдерами в соответствии с отечественным законодательством. В соответствии с законом, к ним относятся эмитенты и управляющие компании, доминирующие хозяйствующие субъекты (в соответствии с законом «О защите конкуренции»), организаторы торговли, клиринговые организации, а также депозитарии и кредитные организации, осуществляющие расчеты по результатам сделок, совершенных через организаторов торговли, профессиональные участники рынка ценных бумаг (и иные лица, осуществляющие в интересах клиента операции с финансовыми инструментами, располагающие инсайдерской информацией, полученной от клиента), аудиторы, оценщики, владельцы пакетов размером 25 процентов и более, информационные агентства, рейтинговые агентства, лица, заключившие трудовой договор с эмитентом, члены совета директоров эмитента, а также органы государственной и муниципальной власти и их руководители, располагающие информацией об эмитенте.

⁴⁴ Art. 1 of the Directive 2003/6/EC of 28.01.2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), OJ L 096, 12.04.2003. P. 0016-0025.

⁴⁵ Федеральный закон Российской Федерации от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

Список, в отличие от приведенного американского аналога из Securities Exchange Act of 1934, является достаточно широким ввиду отсутствия разделения инсайдеров на первичных, которые владеют информацией в служебных целях, и вторичных, получивших ее на основе заключения соглашений с лицом-эмитентом (консультанты, аудиторы, работники организации и прочие), но в то же время является закрытым.

Конкретные сведения, признаваемые инсайдерской, в соответствии с законом, были отдельно утверждены ФСФР приказом от 12.05.2011 N 11-18/пз-н. Перечень включает в себя практически исчерпывающие списки сведений для каждого из приведенных в законе лиц, признаваемых инсайдерами, в т.ч. для компаний эмитентов, управляющих компаний, организаторов торговли и прочих.⁴⁶ Учитывая особенность европейской системы права, адаптированной в российском законодательстве, принятие перечня является одним из необходимых звеньев в процессе правоприменительной практики, и жизненно важным представляется постоянный пересмотр перечня с целью приведения текущего законодательного уровня к реалиям практики правонарушений.

3.1.2 Меры по предотвращению инсайдерских сделок на финансовом рынке РФ

Федеральный закон Российской Федерации от 27 июля 2010 г. №224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» вводит прямой запрет на *осуществления операций с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами, которых касается инсайдерская информация, за*

⁴⁶ Приказ ФСФР от 12.05.2011 N 11-18/пз-н «Об утверждении Перечня информации, относящейся к инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1 – 4, 11 и 12 статьи 4 Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», а также порядка и сроков раскрытия такой информации» и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», а также порядка и сроков раскрытия такой информации» Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

*свой счет или за счет третьего лица, за исключением совершения операций в рамках исполнения обязательства по покупке или продаже финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров, срок исполнения которого наступил, если такое обязательство возникло в результате операции, совершенной до того, как лицу стала известна инсайдерская информация*⁴⁷. Однако прямой запрет существовал и до принятия закона. Приблизительно также звучал он в ныне потерявшей силу статье закона «О рынке ценных бумаг» (№ 39-ФЗ от 22 апреля 1996 года).

Нововведением является запрет, накладываемый на уже упомянутый в Главе 2 на примере американского инсайдерского законодательства *tipping* (дача рекомендаций). Исключением является случай передачи информации от инсайдера к инсайдеру в случае служебной необходимости. А передача информации по каналу инсайдер-аутсайдер теперь является противоправной: сюда относятся передача непосредственной информации, способной повлиять на котировку эмитента, дача рекомендации или побуждение к совершению сделки. Стоит отметить, что если лицо, осуществившее сделку на основе инсайдерской информации, инсайдером в соответствии с законом не является и знаниями о том, что данные сведения являются инсайдерскими, не располагало, то ответственности оно нести не будет. Здесь прослеживается явная параллель с законодательством США. Фактически, закон полностью охватывает любые формы подачи рекомендации третьему лицу, но ограничивает ответственность этого лица по сравнению с инсайдером.

Неуместным было бы обойти стороной унификацию информационного пространства, которая была произведена по принятии закона. В частности: для упрощения идентификации инсайдеров и их возможного поиска в случае

⁴⁷ Федеральный закон Российской Федерации от 27 июля 2010 г. N 224-ФЗ "О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации", статья 6. Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

нарушений, компании-эмитенты обязуются в соответствии с законом вести список инсайдеров, а также оповещать ФСФР об изменениях в нем; сами инсайдеры должны отчитываться перед ФСФР о сделках, совершаемых с ценными бумагами компаний-эмитентов, инсайдерами которых они являются; параллельно с перечнем инсайдерских сведений, утвержденных ФСФР приказом от 12.05.2011 № 11-18/пз-н⁴⁸, были приняты стандарты раскрытия и предоставления инсайдерской информации.

Следующий, пожалуй, важнейший пункт – введение уголовной и изменение административной ответственности за нарушение инсайдерского законодательства. Следует заметить, что ранее уголовной ответственности не существовало вовсе, а административная ответственность, как правило, ложилась на нарушителей в форме дисквалификаций (отстранения от деятельности на организованном рынке)⁴⁹, более того, справедливым это является только для фактов манипулирования рынком, т.к. ни одного факта совершения инсайдерских сделок до сих пор так и не было установлено.

Так, новым критерием признания нарушения уголовно наказуемым, является размер ущерба, нанесенный инсайдерской сделкой. Сделки, нанесшие ущерб менее 2,5 млн. рублей, караются в соответствии с Кодексом Российской Федерации об административных правонарушениях, предусматривающим наложение административного штрафа на граждан в размере от трех тысяч до пяти тысяч рублей; на должностных лиц - от тридцати тысяч до пятидесяти тысяч рублей или дисквалификацию на срок от одного года до двух лет; на юридических лиц - в размере суммы излишнего дохода; либо суммы убытков, которых гражданин, должностное

⁴⁸ Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России) от 12 мая 2011 г. N 11-18/пз-н г. Москва "Об утверждении Перечня информации, относящейся к инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1 - 4, 11 и 12 статьи 4 Федерального закона "О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации", а также порядка и сроков раскрытия такой информации", <http://www.rg.ru/2011/08/05/info-dok.html#comments>

⁴⁹ ФСФР России признала факт манипулирования ценой акций ОАО "РичБрокерСервис", 01.07.2008 <http://rosfincom.ru/controller/fsfr/22583.html>

лицо или юридическое лицо избежали в результате неправомерного использования инсайдерской информации, но не менее семисот тысяч рублей.⁵⁰ В случае же, если ущерб (доход или убыток, которого удалось избежать), произведенный по вине сделки, совершенной инсайдером лично, превышает 2,5 млн. рублей, в силу вступает уголовное законодательство, предусматривающее штраф в размере от трехсот тысяч до пятисот тысяч рублей или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от одного года до трех лет; либо лишением свободы на срок от двух до четырех лет со штрафом в размере до пятидесяти тысяч рублей или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период до трех месяцев; либо без такового с лишением права занимать определенные должности; либо заниматься определенной деятельностью на срок до трех лет или без такового.⁵¹ Для нарушений, связанных с дачей рекомендации третьим лицам или неправомерным предоставлением инсайдерской информации, повлекшем ущерб, наказывается штрафом в размере от пятисот тысяч рублей до одного миллиона рублей или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от двух до четырех лет; либо лишением свободы на срок от двух до шести лет со штрафом в размере до ста тысяч рублей или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период до двух лет; либо без такового с лишением права занимать определенные должности; либо заниматься определенной деятельностью на срок до четырех лет или без такового.⁵² Как несложно заметить, предоставление информации карается намного более серьезно, чем личное осуществление сделок. Очевидно, это связано с самим характером нарушения – зачастую слишком сложно проследить все без исключения каналы утечки информации и полностью оценить нанесенный ущерб. К тому

⁵⁰ Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях, статья 15.21. Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

⁵¹ Уголовный Кодекс РФ, статья 185.6, часть 1. Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

⁵² Уголовный Кодекс РФ, статья 185.6, часть 2. Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

же предоставление информации является более тяжелым проступком с точки зрения этики бизнеса, т.к. цели, преследуемые третьими лицами, получившими инсайдерские сведения, могут идти намного дальше их использования в целях обогащения на финансовом рынке, но и могут откровенно вредить компании-эмитенту.

Отдельный параграф закона посвящен средствам массовой информации. В условиях развивающегося рынка информационная структура финансового сообщества несовершенна, и зачастую подлинная информация может быть тщательно скрыта за плотным потоком непрекращающихся слухов. Данные слухи могут быть не только правдивы, но и вводить пользователей информации в заблуждение, которое потенциально может обернуться убытками для инвесторов. Не является редкостью также официальная публикация громких новостей со ссылкой на таинственный «источник», не называемый в СМИ. Именно для устранения возможного негативного воздействия на рынок со стороны СМИ, были приняты нормы, ограничивающие их действия:

- Во-первых, отныне распространения заведомо ложных сведений будет расцениваться ФСФР как попытка манипулирования рынком. Исключение составляют случаи, когда СМИ используют прямое цитирование источника. Если информация, предоставляемая им, окажется ложной, то ответственности редактор или журналист, осуществивший публикацию, нести не будет
- Во-вторых, при возникновении ситуации, описанной выше, ФСФР вправе потребовать у СМИ ссылку на данный источник, если появление этой информации привело к факту манипулирования рынком.

Отдельное внимание стоит уделить надзорным мерам на отечественном рынке, а именно, системам контроля и мониторинга. К сожалению, по результатам их работы в сфере выявления манипулятивных и инсайдерских сделок, можно прийти к выводу, что развитие в данной вопросе идет не такими быстрыми темпами как хотелось бы. Представители ММВБ, однако, выразили уверенность в том, что в скором времени будут реализованы некоторые проекты по усовершенствованию системы контроля на организованном рынке, в частности были названы:

- создание системы контроля за подачей заявок на покупку/ продажу ценных бумаг и заключением сделок (введение предельных лимитов колебаний цен в ходе торговой сессии и/или предторгового и/или послеторгового периодов торгового дня, при нарушении которых заявки автоматически отклоняются);

- осуществление текущего мониторинга в режиме реального времени и анализ по итогам торгов всех заявок и сделок, зарегистрированных в Системе торгов с целью выявления действий, которые могут быть признаны манипулированием ценами, в соответствии с настоящим Перечнем. Проведение мониторинга осуществляется уполномоченными сотрудниками Биржи, назначаемыми приказом генерального директора;

- использование для мониторинга Системы торгов, а также специальных программно-технических средств для выявления подозрительных сделок;

- информирование уполномоченными сотрудниками Биржи дирекции Биржи о действиях, которые могут быть признаны манипулированием ценами или инсайдерской торговлей, с целью подготовки запросов

участникам торгов, а в случае получения неудовлетворительных ответов от участников торгов — направление документов в регулирующие органы⁵³

В качестве итога правильным будет отметить, что законодательство РФ благодаря принятию закона, регулирующего инсайдерскую деятельность,⁵⁴ сделало значительный шаг вперед. И отнюдь не будет слишком громким заявить о том, что его положения отвечают международным стандартам. Во многих положениях прослеживается весьма удачная адаптация американской модели на базе континентальной системы права. Безумно важным также является доселе не упомянутый в работе факт: в соответствии с законом ФСФР был предоставлен целый «букет» полномочий, во многом «развязавший» службе руки в вопросах проведения проверок и расследований, а учитывая то, что представители службы сетовали на отсутствие полномочий по сравнению с той же SEC, то представляется особенно важным.

С изрядной долей уверенности можно констатировать, что законодательная база достаточно хорошо оснащена для создания предпосылок к переходу на новый качественный уровень регулирования. Для того, чтобы понять, каким именно изменениям подвергся рынок, необходимо проанализировать практические примеры, имевшие место на отечественном рынке. Именно этому посвящен следующий параграф работы.

3.2 Практические аспекты борьбы с инсайдерскими сделками на финансовом рынке и РФ и возможные перспективы развития

3.2.1 Практика регулирования инсайдерских сделок

В качестве открытия этой темы, автор считает нужным обозначать некоторые особенности финансового рынка РФ, которые необходимо

⁵³ www.micex.ru - Перечень мер по предотвращению манипулирования ценами и инсайдерской торговли при проведении торгов по ценным бумагам на московской межбанковской валютной бирже

⁵⁴ Федеральный закон Российской Федерации от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», статья 6. Текст в актуальной редакции опубликован в Системе «Консультант-Плюс»

принять во внимание для более точной оценки российской практики регулирования инсайдерских сделок.

Финансовый рынок РФ, будучи рынком развивающимся, по многим критериям уступает развитым западным аналогам. В первую очередь это касается степени доверия инвесторов к рынку. Фаза перехода рынка от состояния «развивающегося» к «развитому» вообще связана с установлением глубоких доверительных отношений между рынком и его участниками и сопровождается значительным ростом числа инвесторов (прежде всего, индивидуальных) на рынке. Поэтому одной из приоритетных задач для развития рынка является соблюдение «золотой середины» в регулятивной практике. Чрезмерно жесткое регулирование может испугать инвесторов, т.к. будет существенно ограничивать их поле для деятельности. Речь идет в первую очередь о тех действиях, которые, по сути, недобросовестной практикой не являются, но в соответствии с жестким законодательством признаются противоправными. Неизбежным результатом этого будет бегство инвесторов и отток капитала с рынка. Похоже, именно этим доводом руководствуются на рынке РФ, что также не является полностью правильным.

Обратная сторона этого процесса – чрезмерное попустительство в действиях, установленных на рынке. Участники ощущают безнаказанность и получают дополнительный стимул к практике недобросовестных действий. Это можно очень явно наблюдать на российском рынке, достаточно привести известные примеры этому. Тяжесть ущерба, наносимого этими действиями, также усиливается благодаря тому, что случаи нарушений на рынке получают широкую огласку. Один из классических примеров этого – стремительный рост стоимости российских еврооблигаций на мировых биржах в октябре 2003 г. – когда они поднялись «на пик» за 35 мин до объявления агентством Moody's о присвоении нашей стране суверенного уровня рейтинга. При этом никаких положительных новостей рынок до этого

не получал. Большинство экспертов сошлись во мнении, что налицо была утечка информации. Точно так же незадолго до объявления компанией Standart & Poors решения о повышении инвестиционного рейтинга России началась скупка российских долгов и акций российских предприятий, поскольку повышение инвестиционного рейтинга страны автоматически приводит к повышению котировок национальных ценных бумаг. Когда встал вопрос, чем же была вызвана данная активность с повышением цены бумаг на рынке, то международные агентства тонко намекнули о том, что о присвоении рейтинга заранее информируются только официальные представители стран, что опять же заставляет сомневаться в неучастии властей в данном деле. За две недели до объявления о слиянии компаний ОАО «Сибнефть» и ОАО «ЮКОС» началась массовая скупка акций этих компаний. На объединении ОАО ЮКОСа и ОАО «Сибнефти» инсайдеры заработали около 350 млн. долл.⁵⁵

Еще один пример: 6 июня 2006 г. акции Росбанка выросли на 12% - как раз накануне объявления Societe Generale о покупке 10% акций банка. В середине сентября того же года акции ОАО «Полюс Золото» выросли на 5, 7% незадолго до объявления о выкупе компанией своих ценных бумаг на 1 млрд. долл. и т.д. и т.п.

В данном вопросе можно сослаться на несовершенство законодательной базы, представленное на тот момент. Действительно, Федеральный закон Российской Федерации от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» к тому моменту еще не был даже на рассмотрении Госдумы, но прецеденты, происходившие в это время, дали почву для принятия закона и были учтены в нем. К сожалению, их реализация по прежнему затруднена.

⁵⁵ Приложение 1.1 и 1.2 к настоящей дипломной работе.

Достаточно громкий случай произошел уже в этом году. За две последовательные торговые сессии 4 и 6 февраля 2012 года акции того же эмитента ОАО «Полюс-Золото» продемонстрировали феноменальный рост: на 25 и 35 процентов вверх соответственно.⁵⁶ При этом никаких официальных новостей по эмитенту в эти дни не было. Эксперты ссылались на множество слухов относительно возможного слияния с ОАО «Полиметалл», ростом в связи с перерегистрацией компании в Лондоне и прочие, но рост такого масштаба (который в будущем не был закреплен) на чрезвычайно больших для бумаги объемах был возможен в двух случаях: откровенно манипулятивный «разгон» акции со ссылкой не слухи, либо, что более вероятно, некоторым участникам стала известна стоимость будущего выкупа акции и поэтому цена была немедленно взвинчена почти с 1030 рублей до 1750 (в течение торговой сессии).⁵⁷ ФСФР, согласно заявлениям в СМИ,⁵⁸ очень заинтересовалась этим прецедентом и потребовала от регулятора сведения о заявках и сделках с этой бумагой за 4 и 6 февраля 2012 года.⁵⁹ Вопрос о том, будут ли найдены нарушения и понесут ли виновные наказание, до сих пор остается открытым.

По некоторым источникам, ФСФР вообще фиксирует достаточно много сделок, попадающих под подозрение как инсайдерские, в частности называются цифры около 1500 возможных сделок за 2011 год⁶⁰. Однако ни одного факта пока что не установлено. Проблема заключается по большей части в построении информационной цепочки от первичного инсайдера до непосредственного пользователя информации, совершающего сделку. В этом вопросе ФСФР значительно отстает от SEC, которая располагает собственным розыскным бюро, работа которого направлена именно на

⁵⁶ Алексеева О. Золотодобытчики поднялись на спекуляции, 06.02.2012

<http://www.gazeta.ru/financial/2012/02/06/3990521.shtml>

⁵⁷ Приложение 2 к настоящей дипломной работе

⁵⁸ ФСФР заинтересовалась сделками с акциями «Полюс Золота», <http://lenta.ru/news/2012/02/06/claim/>

⁵⁹ ФСФР запросила информацию у ММВБ-РТС о заявках и сделках с акциями "Полюс Золото",

<http://www.finam.ru/analysis/newsitem63B62/default.asp>

⁶⁰ Миловидов В. Помимо тяжелой руки регулятора требуется еще и голова

<http://www.gazeta.ru/interview/nm/s3499486.shtml>

установление информационных связей между возможными пользователями инсайдерской информации.

Еще одной практической проблемой российского рынка являются непосредственно лица, использующие инсайдерскую информацию. В России (по неофициальной версии) основными пользователями инсайда являются представители власти, причем почти всех ее ветвей: исполнительной, и законодательной, в частности:

1) Представители силовых структур превышают свои полномочия и расширяют источники своих доходов при проведении спецопераций против определенных компаний. Взимая своеобразную «комиссию», они заблаговременно информируют покупателей инсайда о предстоящей операции в неформальной форме, так что доказать факт «слива» инсайда, мягко говоря, проблематично. А согласно вводимому закону об инсайте, лицо, не знавшее о том, что используемая им информация признается инсайдерской, виновным не является, ибо умысла в его действиях не было.⁶¹

2) Говоря о роли законодательной власти в инсайте, автор считает нужным отметить, что закон об инсайте в России готовился 18 (!) лет. Что, собственно, притом, что данная проблема было освещена еще на стадии появления рынка ценных бумаг в России, наводит на некоторые подозрения об откровенном нежелании законодательных органов принимать данный закон. Специальных законов, препятствующих разглашению инсайдерской информации в коммерческих целях, в России не существовало до 2010 года, хотя явление процветало. Проект закона «Об инсайдерской информации и манипулировании ценами» был разработан Федеральной комиссией по ценным бумагам (предшественником Федеральной службы по финансовым рынкам) еще в 2000 г., но тогда принятие закона было заблокировано из-за огромного числа споров по поводу его содержания.

⁶¹ Никитин А. Инсайд изнутри. 09.08.2010, <http://www.itogi.ru/delo/2010/32/155386.html>

Подтверждением этого суждения также является известный случай с популярным в свое время чековым фондом, история которого имело место в 90-е годы. В России, например, в качестве первого примера использования в 1994 г. инсайдерской информации чиновниками государственного учреждения можно считать историю с чековым инвестиционным фондом «Нефть-Алмаз-Инвест», у которого было около миллиона акционеров по всей стране. В те лихие 90-е годы в стране творился чиновнический приватизационный беспредел. Только Госкомимущество РФ определяло, кому жить на фондовом рынке (Первый чековый фонд, чековые фонды «Альфа-Капитал», «Держава» и др.), а кого нужно закрыть, как это было с чековым инвестиционным фондом «Нефть-Алмаз-Инвест». В фонде на начало марта 1994 г. имелось в наличии около 800 тыс. приватизационных чеков и фонд собирался участвовать в аукционе по приобретению акций «Лукойла» в апреле месяце. Наличие такого количества ваучеров позволяло фонду прикупить приличное количество акций «Лукойла», что не устраивало многих.

Чтобы убрать крупный чековый инвестиционный фонд «Нефть-Алмаз-Инвест» из числа претендентов при проведении аукциона по продаже акций НК «Лукойла» Госкомимущество РФ, имея инсайдерскую информацию о наличии 800 тыс. приватизационных чеков в фонде «Нефть-Алмаз-Инвест» (фонд об этом сообщил Госкомимуществу) и возможном его участии в этом аукционе, организует в период подготовки к аукциону финансовую проверку компании.

Сразу после 8 марта 1994 г. был организован набег с автоматами и масками на лицах на фонд под предлогом возможной продажи этих 800 тыс. ваучеров (российское достояние) какой-то английской фирме. Т.е. практически произошел рейдерский захват фонда с целью: во-первых, не дать возможности ему участвовать в аукционе, во-вторых, сменить руководство фонда, в-третьих, разорить (обанкротить) фонд, у которого уже

было приличное количество акций нефтяных, металлургических, ювелирных компаний. Причиной же такого набега некоторые руководители Госкомимущества объясняли тем, что рекламируемые фондом доходность 750% годовых некорректна и вводят в заблуждение население. Но в то же время ставки по депозитам у банков были также высоки 200–250% годовых (например, в Русском инвестиционном банке). Т.е. ставки фонда превышали ставки банков примерно в 3 раза. А что мы видим сейчас? Ставки некоторых ПИФов и ОФБУ превышают тоже ставки по депозитам более чем в 3 раза. И это считается вполне нормальным.

Устроив такую проверку, Госкомимущество РФ заблокировало участие фонда «Нефть Алмаз-Инвест» на несколько месяцев не только в аукционе по акциям «Лукойла», но и в других аукционах и тем самым дало возможность участвовать в аукционах только определённым компаниям. В результате такой операции, проведённой государственными чиновниками, выгоду получили другие чековые фонды и сам «Лукойл», у которого акции приобрели только те, кому он хотел их продать. А после окончания проверки фонда (через полгода) аукционы по крупным сырьевыми и металлургическим предприятиям уже закончились, и эти 800 тыс. ваучеров пришлось вложить в нерентабельные предприятия. В итоге комиссия Госкомимущества РФ так и не нашла криминала в действиях фонда «Нефть-Алмаз-Инвест», но оно назначило новое руководство фонда, которое и обанкротило фонд.⁶²

В связи с существованием вышеописанных проблем на рынке, автор работы считает необходимым выявление основных тенденций в законодательстве и судебной практике, а также внесение некоторых нововведений, призванных усовершенствовать систему контроля, направленную на пресечение и предотвращение инсайдерских сделок на рынке. При этом не стоит забывать о беднейшей на данный момент судебной

⁶² Зверев В. «Мошенничество с использованием инсайдерской информации и манипулированием ценами» // Ценные Бумаги, №4, 2009

практике в сфере осуждения инсайдеров в РФ и том факте, что с даты официального вступления закона в силу не прошло и года, а уголовная ответственность будет введена лишь в середине 2013 года. Данные факты дают предпосылки к надеждам о том, что нововведения в законодательстве должны адаптироваться к условиям на рынке, и в достаточно скором времени мы сможем увидеть плоды нововведений.

3.2.2. Перспективы развития законодательства РФ в области предотвращения инсайдерских сделок на рынке

Данный параграф будет полностью базироваться на мыслях автора относительно дальнейшего совершенствования механизмов защиты отечественного рынка от инсайдерских сделок и затронет вопросы, которым, на взгляд автора, не было уделено достаточное внимание.

- 1) Начать следует, пожалуй, с самого важного пункта. Изрядно усовершенствованная законодательная система РФ в области регулирования инсайдерской торговли сможет лишь исполнять декоративную функцию, если не приложить все усилия по скорейшему созданию контрольной и надзорной системы на рынке. Прежде всего, важным представляется реализация планов, озвученных представителями ММВБ о создании всех технических и операционных условий для борьбы с недобросовестными практиками на рынке, в том числе и инсайдерскими сделками. Без существования подобной развитой системы, ни о каких вопросах правоприменения и речи идти не может.
- 2) Следует, несомненно, повысить степень влияния саморегулируемых организаций на своих участников через утверждение стандартов организации и введение дополнительных контрольных мер. В новом законе одна из статей как раз посвящена роли СРО в защите рынка от неправомерных сделок. В частности, сам вопрос повышения роли

СРО в регулировании финансового рынка в целом, является жизненно важным при переходе к стадии развитого рынка, т.к. преобладание саморегулирования признается одним из важнейших его признаков

- 3) Следующий пункт во многом проистекает из первого. Исходя из текущего законодательства РФ в области регулирования инсайдерских сделок и пояснений к нему, данных на сайте ФСФР, законодательная база РФ призвана регулировать организованный (биржевой) рынок, а неорганизованный (внебиржевой) рынок не попадает в «зону охвата» нового закона. Из этого достаточно легко сделать вывод об *отсутствии* регулирования инсайдерских сделок на уровне внебиржевого рынка в РФ.⁶³ А ведь практика показывает, что именно на таком рынке царит инсайдерская торговля. Поэтому в свете сложившейся ситуации, необходимым представляется создание аналога американской NASD, действующей в рамках NASDAQ. Поскольку чисто физически государственные контрольные органы не могут уследить за абсолютно всеми существующими эмитентами, данная обязанность должна быть возложена на СРО, призванные контролировать своих участников.
- 4) В законодательстве среди инсайдеров отмечаются лица, являющиеся владельцами 25% и более ценных бумаг эмитента. Здесь образуется очевидная «дырка» в законодательстве, т.к. владельцы и меньших пакетов имеют доступ к информации, разглашение которой может повлечь движение котировок на рынке. Поэтому автор предлагает изменить «нижний барьер» до уровня 10%, прямо как в американском законодательстве. Данное изменение должно увеличить объем работы самих эмитентом, т.к. количество инсайдеров сильно возрастет, а эмитентам по-прежнему нужно будет вести их список и отслеживать изменения в нем с

⁶³ ФСФР. Разъяснения по применению Закона об инсайде. <http://www.fcsm.ru/ru/enforcement/laws/inside/>

последующим оповещением ФСФР, однако, несомненно, увеличит уровень безопасности информации.

- 5) По мнению автора, страшнейшим злом на финансовом рынке РФ является существование инсайдерских сделок со стороны высшего государственного управленческого аппарата, в частности вопросы, обсуждаемые в Госдуме и информация, которая становится раскрытой узкому кругу депутатов, дает им возможность использовать ее при заключении сделок на финансовом рынке. Стоит отметить, что в 2010 году на рассмотрение был внесен проект закона, предусматривающий запрет владения ценными бумагами для депутатов,⁶⁴ однако, похоже, законопроект ждет участь американского STOCK Act⁶⁵, принятие которого длилось исключительно долго, и неоднократно было заблокировано самим Конгрессом. Тем не менее, по мнению автора, сложность в решении этого вопроса не должна становиться поводом для отказа от принятия данного законопроекта.

Решение вышеперечисленных вопросов является поистине важнейшей задачей для финансового рынка РФ, наряду со сбором необходимой судебной практики, на отсутствие которой так часто жалуются представители ФСФР. По словам представителей службы, планируется и дальше совершенствовать регулятивную систему рынка для поддержания и повышения уровня доверия инвесторов к рынку. Стоит также отметить, что задача успешной борьбы с недобросовестными практиками на финансовом рынке РФ является одним из залогов эволюции отечественного рынка до «развитого» уровня.

⁶⁴ Вельк Н., Ершова А. Депутатам запретят преподавать и играть на бирже. 25.05.2010, http://infox.ru/authority/law/2010/05/25/Dyeputatam_zapryetya.phtml

⁶⁵ Stop Trading on Congressional Knowledge Act (STOCK Act) of 2012 (enacted April 4, 2012), <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R42495.pdf>

Заключение

В заключение работы автор считает необходимым подвести общий итог проведенного исследования. Несмотря на существование тысячи мнений касательного любого вопроса, так или иначе затрагивающего теорию и практику инсайдерских сделок, неизбежным представляется формирование единого мнения в качестве завершения работы.

Инсайдерские сделки, несомненно, являются проблемой рынка и оказывают исключительно негативное воздействие на него. Мнения ученых в этом вопросе расходятся, однако несоизмеримым, на взгляд автора, являются вред и сомнительная польза, приносимые в рынок инсайдерскими сделками. Инсайдерские сделки в случае отсутствия их регламентации, провоцируют ущерб, наносимый самой компанией-эмитенту со стороны работников этой же компании, подрывают рыночные процессы из-за информационной асимметрии и уничтожают доверия инвесторов к рынку, провоцируя отток капитала. В то же время на микроуровне индивидуальные инвесторы подвергаются постепенным убыткам, которые в конечном итоге подрывают их финансовое состояние на рынке.

Американская правовая система, нацеленная на предотвращение инсайдерских сделок на рынке США, включает в себя многолетний судебный опыт, в итоге сформировавший эффективную правоприменительную систему. Внимания также заслуживает высоко технически оснащенная надзорная система рынка, позволяющая выявлять подозрительные сделки, а практика работы Комиссии по ценным бумагам и биржам поистине впечатляет и может служить отличным примером для любого регулятора финансового рынка.

Как следует из проведенного исследования, российская «противоинсайдерская» модель адаптировала многие теоретические основы,

заложенные в американской модели. При этом она является еще совсем «молодой» по законодательным меркам, поэтому для оценки ее полной эффективности необходимо дать этой системе разумный период времени, а использовать такие ярлыки как «слабая» или «сильная» сейчас – по меньшей мере, преждевременно. Уже есть некоторые пункты, совершенствование системы по которым требуется начать уже сейчас.

К данным проблемам относятся:

- Отсутствие регулирования инсайдерских сделок на внебиржевом рынке;
- Необходимость ограничения инсайдерской торговли со стороны представителей высшей государственной власти;
- Незамедлительная разработка и совершенствование надзорной системы для выявления возможных случаев инсайдерской торговли и постепенная наработка судебной практики для образования совершенного правоприменительного механизма;
- Переход значительной части регулятивного бремени на СРО.

Ввиду вышесказанного, автор берет на себя смелость признать цели и задачи работы достигнутыми и выполненными. Несмотря на конкретизацию проблематики для российского законодательства автором, дальнейшие горизонты для совершенствования уже отчетливо видны, причем они являются общими и для «противоинсайдерских» систем стран с развитым рынком.

В частности, никаким образом нельзя осудить, скажем, инсайдера металлургической компании, который решит вложить средства в акции компании-конкурента, о положении дел которой ему известно почти столько же, сколько и о своей. Разумеется, инсайдер в данном случае берет на себя дополнительный риск, однако будет бессмысленным спор о том, находится ли при этом он на одном информационном уровне с рядовыми инвесторами.

Также большой проблемой будущего является расследование информационных цепочек, приводящих к инсайдеру. Так, примером одной из них является дело Евгения Плоткина и Дэвида Пайцина, когда данные лица решили заработать на информации о предстоящем поглощении Reebok компанией Adidas, случайно услышанной во время посещения общественной бани. Пайцин открыл счет в Швейцарии на имя своей 63-летней тетушки из Хорватии, которая якобы вложила более 2х млн. долларов в опционы Reebok. SEC очень заинтересовал тот факт, что первая же сделка пенсионерки из Хорватии на рынке, притом столь рискованная (вложение в дериватив), стала настолько прибыльной. Расследование, проводимое комиссией в итоге привело их к истинным виновникам.⁶⁶ Отсюда следует, что SEC узнала о факте инсайдерской сделки только благодаря неосмотрительности Плоткина и Пайцина, которые слишком уж откровенно дали повод Комиссии для подозрений. В случае большей осторожности, данная сделка совершенно точно осталась бы без внимания.

Наличие перспектив в совершенствовании без сомнения будут поддерживать актуальность данной проблемы и в дальнейшем, в особенности это высказывание справедливо для РФ. Ведь как уже неоднократно было замечено, достижение высокого уровня развитости финансового рынка просто невозможно без установления доверительных отношений с внутренними и внешними инвесторами, а их установление напрямую зависит от степени защиты инвесторов от такого зла, как инсайд-трейдинг.

⁶⁶ Огай Ю. Русский аферист заработал на инсайдах в США \$6,7 млн. 29.08.2007, <http://www.rb.ru/topstory/business/2007/08/29/162212.html>

Список использованной литературы/источников:

Нормативно-правовые акты:

- 1) Уголовный кодекс РФ (УК РФ) от 13.06.1996 N 63-ФЗ (с изменениями и дополнениями)
- 2) Гражданский Кодекс РФ (ГК РФ) от 30.11.1994 N 51-ФЗ (с изменениями и дополнениями)
- 3) Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях (КоАП РФ) от 30.12.2001 N 195-ФЗ (с изменениями и дополнениями)
- 4) Федеральный закон от 27.07.2010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ» (с изменениями и дополнениями)
- 5) Федеральный закон от 22 апреля 1996г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с изменениями и дополнениями).
- 6) Федеральный закон от 26 июля 2006 г. N 135-ФЗ "О защите конкуренции" (с изменениями и дополнениями).
- 7) Приказ ФСФР от 12.05.2011 № 11-18/пз-н «Об утверждении Перечня информации, относящейся к инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1 – 4, 11 и 12 статьи 4 Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», а также порядка и сроков раскрытия такой информации» и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», а также порядка и сроков раскрытия такой информации»,
<http://www.rg.ru/2011/08/05/info-dok.html#comments>

Специальная литература:

а) Монографии:

- 8) Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: «Перспектива», 2009. -

270 с.

9) Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М.: «Экзамен», 2002. – 324 с.

б) Статьи:

- 10) Астанин Э., Салахутдинов В., «Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт»// РЦБ, №6, 1999 год.
- 11) Гетьман-Павлова И.В. «Инсайдерская информация и инсайдерская торговля на рынке ценных бумаг» // Бизнес и Банки, 11.02.2008
- 12) Гетьман-Павлова И.В. Регулирование инсайдерской торговли на мировых рынках ценных бумаг // Банковское право. - М.: Юрист, 2007, № 1. - С. 41-45
- 13) Глушенкова М. Инсайд на малых оборотах // "Коммерсантъ Деньги", №20 (727), 25.05.2009
- 14) Зверев В. «Мошенничество с использованием инсайдерской информации и манипулированием ценами» // Ценные Бумаги, №4, 2009
- 15) Инсайд и инсайдеры. Основы регулирования в России и США / В. Югай // РЦБ. Рынок ценных бумаг / .– 2011.– № 7-8 (412-413).– С. 76-79.
- 16) Киселева И. Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США // РЦБ, № 21, 2004
- 17) Коваленко О. Лекарство от инсайда // РЦБ, № 9, 2010
- 18) Минайчев А. «Противостояние инсайдерам» // «Экономика и жизнь» №51 (9265), 2008
- 19) Мокаев Э. – Инсайдерская деятельность в Соединенных штатах Америки // Журнал "РЦБ", №7, 2003
- 20) Савин А. Борьба с инсайдом и манипулированием рынком. // "РЦБ" № 2 (395) 2010
- 21) Свиридова А. Этот многоликий инсайд // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №3.
- 22) Тарачев В. «Чтобы остановить инсайдера, достаточно просто написать о нем»// РЦБ, 2001, №12
- 23) Шаповалов А. Использование информации об инсайдерских сделках в процессе принятия инвестиционных решений на фондовом рынке // Рынок ценных бумаг. - 2006. - № 17(320). - С. 56-58

- 24) Шаповалов А. Правовое регулирование инсайдерской деятельности в Европейском союзе// РЦБ, № 5, 2005
- 25) Ширинян И. Мировой опыт использования инсайдерской информации на рынке ценных бумаг // РЦБ, № 10, 2004

Источники на иностранном языке:

Нормативно-правовые акты:

- 26) Securities Exchange Act of 1934 (Pub.L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.), www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf
- 27) The Sarbanes–Oxley Act of 2002 (Pub.L. 107-204, 116 Stat. 745, enacted July 29, 2002),
<http://news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>
- 28) Stop Trading on Congressional Knowledge Act (STOCK Act) of 2012 (enacted April 4, 2012), <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R42495.pdf>
- 29) SEC Rule: Regulation FD of 2000, <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>
- 30) Directive 2003/6/EC of 28.01.2003 On Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_03_6.pdf
- 31) Case of CADY, ROBERTS & CO. File No. 8-8925. Promulgated November 8, 1961
- 32) Case of SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 1968, Co., 401 F.2d 833 (2d Cir.1968)
<http://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2901&context=wmlr>
- 33) Case of SEC vs. Dirks 525 U.S. 1070; 119 S. Ct. 801;142 L. Ed. 2d 662; 1999 U.S., <http://insidertrading.procon.org/sourcefiles/DirksvSEC1983.pdf>
- 34) Case of Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 1980,
<http://insidertrading.procon.org/sourcefiles/USvChiarella1980.pdf>

Специальная литература:

а) Монографии

- 35) Henry G. Manne, Insider Trading and the Stock Market, 1966
- 36) Joerg Hartmann, Insider Trading: An Economic and Legal Problem, 1997
- 37) Stephen M. Bainbridge, Insider Trading, 1999

б) Статьи

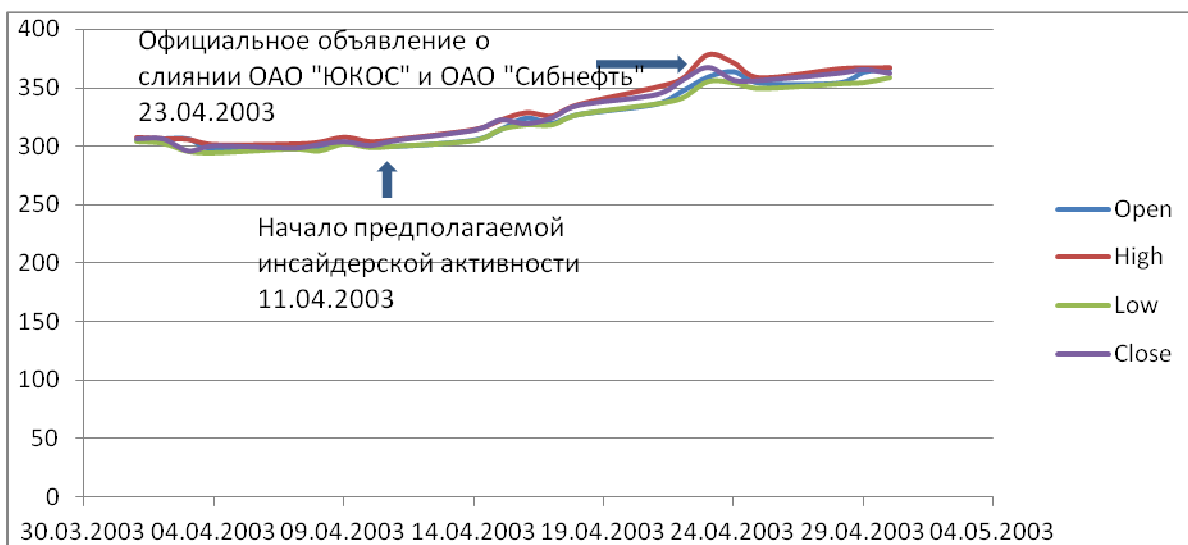
- 38) Burton G. Malkiel - The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, CEPS Working Paper No. 91, April 2003
- 39) Dan Givoly and Dan Palmon, "Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence" // The Journal of Business, Vol. 58, No. 1 (Jan., 1985), pp. 69-87
- 40) George A. Akerlof. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics, v.84, August 1970
- 41) John Steele Gordon – "The Great Crash of 1792". American Heritage, Volume 50, Issue 3, 1999
- 42) Larry Saylor, "Ethical Analysis Of Insider Trading", CBFA, 2007
- 43) McDermott Will & Emery – The SEC vs. Mark Cuban Insider Trading 05.01.2009
- 44) Phillip Anthony O'Hara, "Insider trading in financial markets: legality, ethics, efficiency" // International Journal of Social Economics, Vol. 28, №10/11/12, 2001
- 45) Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman. «The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias», 2003

Использованные интернет-источники:

- 46) Davis M. U.S. Government cracks down on insider trading, 28.03.2012, <http://www.investopedia.com/financial-edge/0312/U.S.-Government-Cracks-Down-On-Insider-Trading.aspx#axzz1tpgoATPg>
- 47) Nicholas Carlson. Google Vendor Accused Of Insider Trading Not Fired Yet , 21.10.2009, <http://www.businessinsider.com/google-still-works-with-contractor-accused-of-insider-trading-2009-10>
- 48) Overview: Should insider trading by Congress be allowed? 18.04.2012 <http://insidertrading.procon.org/view.resource.php?resourceID=001513>
- 49) Thayer Watkins. Illustration of the Coase Theorem, <http://www.sjsu.edu/faculty/watkins/coasetheorem.htm>

- 50) What is the Stop Trading on Congressional Knowledge (STOCK) Act?
04.04.2012,
<http://insidertrading.procon.org/view.resource.php?resourceID=004520>.
- 51) Алексеева О. Золотодобытчики поднялись на спекуляции, 06.02.2012
<http://www.gazeta.ru/financial/2012/02/06/3990521.shtml>
- 52) Вельк Н., Ершова А. Депутатам запретят преподавать и играть на бирже.
25.05.2010,
http://infox.ru/authority/law/2010/05/25/Dyeputatam_zapryetya.phtml
- 53) Миловидов В. Помимо тяжелой руки регулятора требуется еще и голова
<http://www.gazeta.ru/interview/nm/s3499486.shtml>
- 54) Никитин А. Инсайд изнутри. 09.08.2010,
<http://www.itogi.ru/delo/2010/32/155386.html>
- 55) Оверченко М., Дмитриенко Д. Основатель хедж-фонда Galleon получил за инсайд 11 лет, 13.10.2011,
http://www.vedomosti.ru/finance/news/1392398/osnovatel_hedzhfonda_galleon_poluchil_11_let_tyurmy_za
- 56) Огай Ю. Русский аферист заработал на инсайдах в США \$6,7 млн.
[,http://www.rb.ru/topstory/business/2007/08/29/162212.html](http://www.rb.ru/topstory/business/2007/08/29/162212.html)
- 57) ФСФР России. Разъяснения по применению Закона об инсайте.
<http://www.fcsm.ru/ru/enforcement/laws/inside/>
- 58) ФСФР заинтересовалась сделками с акциями «Полюс Золота»,
<http://lenta.ru/news/2012/02/06/claim/>
- 59) ФСФР запросила информацию у ММВБ-РТС о заявках и сделках с акциями "Полюс Золото", <http://www.finam.ru/analysis/newsitem63B62/default.asp>
- 60) ФСФР России признала факт манипулирования ценой акций ОАО "РичБрокерСервис", 01.07.2008, <http://rosfincom.ru/controller/fsfr/22583.html>
- 61) <http://www.bcs.ru>
- 62) <http://www.finam.ru>

Пример инсайдерской торговли на практике слияния компаний ОАО «ЮКОС» и ОАО «Сибнефть».



	<OPEN>	<HIGH>	<LOW>	<CLOSE>	var	delta
03.04.2003	305,85	306	295,1	295,6	10,9	-10,25
04.04.2003	297	301,49	294	300,04	7,49	3,04
07.04.2003	299,02	301,99	297,3	298	4,69	-1,02
08.04.2003	298,4	303,5	295,61	301,11	7,89	2,71
09.04.2003	302,5	308	301,81	303,5	6,19	1
10.04.2003	303	304,11	298,5	300,3	5,61	-2,7
11.04.2003	299,7	306,17	299,7	304,7	6,47	5
14.04.2003	305	314,5	304,52	313,5	9,98	8,5
15.04.2003	314	322,5	314	322,05	8,5	8,05
16.04.2003	323,9	329	318	318,99	11	-4,91
17.04.2003	319,49	326,25	318	324,01	8,25	4,52
18.04.2003	327	335,99	326,81	334,63	9,18	7,63
21.04.2003	336	350,85	336	343,8	14,85	7,8
22.04.2003	347	358	341	356	17	9
23.04.2003	359,4	378,8	355,1	367,04	23,7	7,64

Коричневым в таблице показаны значения для дней, когда осуществлялась предполагаемая инсайдерская активность. Можно заметить постепенное, но стабильное увеличение показателя вариации между high и low, что свидетельствует об активности, также можно обратить внимание на методичное повышение курса акции вплоть до 23 апреля. С точки зрения данной динамики объявление о слиянии не совсем можно назвать неожиданным.

⁶⁷ www.bcs.ru

⁶⁸ www.bcs.ru

На дневном графике обыкновенных акций ОАО «Полюс Золото» наглядно виден невероятный скачок, произошедший в период с 4 по 6 февраля 2012 года, по итогам которого был зафиксирован рост бумаги на 60%. До сих пор нет уверенности в том, являлось ли это последствием инсайдерской торговли или манипулированием рынков, но настолько значительная спекуляция едва ли была бы возможна при наличии

