ФГОУ ВПО ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ИНСТИТУТ КРЕДИТА

КАФЕДРА «ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ФИНАНСОВЫЙ ИНЖИНИРИНГ»

«Допускаю к защите»

Я.М. Миркин

Дипломная работа

Коновой И.О.

«Инсайдерские сделки и способы предотвращения их использования на рынке ценных бумаг»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Ценные бумаги и биржевое дело»

Научный руководитель **д.э.н., профессор Рубцов Б.Б.**

Москва – 2007.

Содержание

Введение …….……3

Глава I. Понятие и виды инсайдеров и инсайдерских сделок в международной и российской практике…….……9

1.Понятие инсайдера и инсайдерской информации в российской практике…..……..…9

2.Инсайдерские сделки. Типичные виды инсайдерских сделок в России и примеры прогнозируемой реакции фондового рынка на раскрытие информации об эмитенте…16

3.Понятие и виды инсайдеров и инсайдерских сделок в международной практике.....19

Глава II. Зарубежная практика регулирования инсайдерской торговли на рынке ценных бумаг……29

1. Ответственность за инсайдерскую торговлю и передачу инсайдерской информации в США……..……..……29

2. Освобождение от ответственности за инсайдерскую торговлю на рынке ценных бумаг в США……...……...……35

3. Регулирование инсайдерской торговли на срочном рынке США……...……..38

4. Правовое регулирование инсайдерской деятельности в странах Европейского союза…….....……42

4.1.Экономико-правовые основы инсайдерской деятельности в Евросоюзе.....42

4.2. Исторический аспект правового регулирования инсайдерских сделок на рынке ценных бумаг в странах Евросоюза……...……45

4.3. Современное правовое регулирование инсайдерской деятельности в Евросоюзе……..……..…49

Глава III. Проблема регулирования сделок с использованием инсайдерской информации на рынке ценных бумаг России…….……59

1.Проблемы формирования нормативной базы в сфере антиинсайдерского регулирования……...……..……..59

2. Типичные примеры инсайдерских сделок в России и перспективы принятия закона об инсайдерской информации в разрезе сложившейся ситуации на фондовом рынке России……..……64

Заключение…….……..…..73

Список литературы……...…….…78

Приложение 1 ……..……...…….…...……..81

Введение

Информация всегда была и остаётся доминирующим фактором в процессе принятия решений на фондовом рынке, ровно, как и на любом другом рынке. Ценная с коммерческой точки зрения информация может относиться к разным сферам деятельности компании, быть продуктом внутреннего производства, а также может быть получена по договору, но благодаря неизвестности её партнёрам (конкурентам) имеет определённую ценность на рынке.

Достижение информационной прозрачности, открытости, транспарентности финансового рынка на макроуровне, наряду с эффективностью рынка, его честностью и справедливостью, отсутствием фрагментарности, является одной из ключевых концепций в деятельности инвестиционного банка. Информационная прозрачность представляет собой важнейшее требование к экономическим агентам, направленное на защиту клиентов (инвесторов, вкладчиков, пользователей и т.п.), их полное информирование, а также обеспечение им равных возможностей для оценки разного рода рисков, в том числе и кредитных, связанных с конкретным бизнесом, предоставляющим им услуги. Таким образом, одним из важнейших принципов функционирования финансового рынка является его информационная прозрачность, предполагающая максимально полную информированность инвесторов в процессе принятия ими рациональных решений по вложению средств в финансовые активы, а также наличие у них равных возможностей и прав в процессе доступа к информации. Информационная прозрачность рынка достигается тщательно спланированными системами раскрытия информации о финансовых активах, об их эмитентах и их текущем состоянии, а также перспективах, ожиданиях и рисках, которые они несут.

Таким образом, в современном мире, и на финансовом рынке, в частности, перераспределяют не только денежные ресурсы и материальные блага, но и информацию. В связи с чем, доступность информации и

наличие равных прав в этом у инвесторов, а также отсутствие информационных асимметрий становятся важнейшими факторами, обеспечивающими эффективность рынка.

Информирование, как одно из основных условий честного ведения бизнеса на рынке ценных бумаг, предполагает взаимный обмен информацией по двум направлениям, - раскрытие информации клиенту о брокерско-дилерской компании, а также и раскрытие информации между клиентом и брокерско-дилерской компанией при совершении сделок. Раскрытие брокерско-дилерской компанией информации клиенту о своем финансовом положении должно осуществляться по требованию клиента, и не должно носить закрытого характера. Однако в настоящее время около 95 – 97%[1] брокерско-дилерских компаний не выставляют публично информацию о своём финансовом положении, в отличие, например, от коммерческих банков.

И напротив, брокерско-дилерские компании в свою очередь должны стремиться к получению от своих клиентов информации (которая была бы адекватна тем услугам, которые клиентам оказываются) касательно финансового положения клиентов, их инвестиционном опыте и инвестиционных целях. Что же касается информации, предоставляемой брокерами-дилерами публике, то к ней предъявляются не менее жёсткие требования. Она должна быть честной, правильной, адекватной, ясно изложенной, а также достигать своевременно своего адресата.

В свою очередь рекомендации сотрудников брокера-дилера клиенту по вопросам, касающимся операций (сделок) на рынке ценных бумаг, должны быть основаны на адекватном анализе имеющейся информации по данному рынку, а также на адекватной и надёжной информации об эмитенте и природе финансового инструмента. Немаловажное значение играет также и предварительное информирование об условиях сделок,

[1] Миркин Я.М., лекции по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг». Основы деятельности брокерско-дилерских компаний-инвестиционных банков. Москва, 2006.

совершаемых в интересах клиента, согласно которому сотрудники брокера-дилера при осуществлении операций (сделок) на рынке ценных бумаг для клиентов до начала совершения сделки (операции) обязаны проинформировать клиента об условиях намечаемой сделки (операции), а также об известных им возможностях возникновения любого связанного с ней риска.

Однако в современном мире ситуация далека от идеальной. И инсайдерская торговля на рынке ценных бумаг, как в России, так и за её пределами, не перестаёт играть существенную роль и по сей день. Масштабы и особенно результаты использования инсайдерской информации потрясают воображение – счёт идёт на сотни миллионов долларов. По мнению отдельных экспертов, более 50% сделок на фондовом рынке осуществляется с использованием инсайдерской информации[2]. Применительно к условиям российского фондового рынка 1990-х – 2000-х годов эта цифра, скорее всего, была намного выше. Отмечалось, что «на рынке доминировала торговля на основе инсайдерской информации, почерпнутой из различных источников, и прибыль участников рынка во многом зависела от возможностей доступа к такой информации. Это приводило к существованию различных по осведомлённости групп инвесторов, отсутствию свободной конкуренции и информационной неоднородности рынка. В результате крайне высокими оказывались риски инвесторов, связанные с информационной неопределённостью в отношении финансовых потоков, финансового состояния, реальной стоимости активов и качества управления компаниями»[3].

Данная характеристика во многом справедлива и для российского фондового рынка 2000-х годов. В июле 2005 Федеральной службой по финансовым рынкам было отмечено, что «укрепление законодательной базы защиты прав инвесторов и снижение инвестиционного риска на

[2] Киселёва О. Кто на что влияет, тот тем и торгует. Есть ли шанс на принятие закона об инсайдерской информации //Политический журнал. №4 (55), 07 февраля 2005.
[3] «Эффективный рынок капитала. Экономический либерализм и государственное регулирование»// В двух томах: Москва, Наука, 2004, Том 2 – с.29.

финансовом рынке предполагает…решение проблемы использования инсайдерской информации и инсайдерской торговли»[4].

Однако и сегодня проблема использования инсайдерской информации при совершении сделок на рынке ценных бумаг не теряет своей актуальности во всём мире, а поиск путей её решения является одним из основных направлений финансовой политики как на макро, так и на микроуровне, имеющим перед собой более важную задачу, а именно, - достижение честного и справедливого ценообразования на финансовом и фондовом рынках.

Во всём мире инсайдеров преследуют по закону, ловят и сажают в тюрьму, в то время как в российских законах существуют лишь невнятные определения служебной, внутренней, коммерческой информации. Отсутствие запрета в Российской Федерации на инсайдерскую торговлю последний крупный пробел в фондовом законодательстве. С тем, что закон об использовании инсайдерской информации в России крайне необходим рынку, дружно соглашаются и чиновники, и профучастники, и законодатели. В настоящее время ведётся активная работа над проектом данного федерального закона, который установил бы правовой режим инсайдерской информации, определил правовые рамки законных действий лиц, обладающих инсайдерской информацией, установил соразмерное общественной опасности наказание за совершаемые в данной сфере правонарушения. Однако работа над законом усложняется тем, что нормы нового закона должны гармонично войти в систему действующего российского законодательства и одновременно соответствовать наиболее передовому и успешному мировому опыту. С одной стороны, может показаться, что Россия могла бы применить опыт США в регулировании инсайдерской торговли, однако делать это нужно осторожно, принимая во внимания различия этих двух стран, их экономик и правовых систем.

---

[4] Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006 - 2008 годы (утв. распоряжением Правительства РФ от 1 июня 2006г. N 793-р), с.13.

Интересен тот факт, что за последние десять лет на рынке ценных бумаг не состоялось ни одного судебного разбирательства за использование такой информации. Термины «инсайдер», «инсайдерская информация» до настоящего времени не определены законодательно, однако, например, в публикациях СМИ упоминание о случаях инсайда встречается почти повсеместно. В результате складывается парадоксальная ситуация: нарушителя, преступника нельзя не только наказать, но даже назвать, потому что соответствующих слов и понятий в российском праве нет. В связи с этим в октябре 2000 года группа депутатов внесла в Государственную думу законопроект «Об инсайдерской информации», при подготовке которого был проведён всесторонний анализ российского законодательства и международного опыта. Данный законопроект разработан на основе законов об инсайде, которые работают уже в полсотни стран мира: в США, в Западной Европе, в странах Центральной и Восточной Европы - Словении, Хорватии, Польше. Даже в Африке отдельные страны приняли соответствующее законодательство об инсайдерах. Однако ситуация, которая наблюдается в России сейчас, по-видимому, устраивает кого-то, что чувствуется при продвижении данного законопроекта. В результате закон так и не принят, а число инсайдеров на рынке ценных бумаг с каждым годом всё возрастает.

Таким образом, актуальность выбранной темы очевидна. Использование инсайдерской информации стало довольно распространённой практикой для российского рынка. Однако факт такого нарушения доказать весьма не просто, да и строгой ответственности за распространение и использование инсайдерских сведений в нашей стране пока нет. В связи с этим поиск оптимальных способов предотвращения совершения сделок с использованием инсайдерской информации является приоритетной целью на пути повышения прозрачности и эффективности рынка ценных бумаг, что будет способствовать усилению интереса к нему со стороны потенциальных инвесторов.

В связи с отсутствием в настоящее время нормативно-правовой базы в области антиинсайдерского регулирования, адекватной сложившейся на данный момент ситуации на рынке ценных бумаг России, важным представляется принятие соответствующего закона об инсайдерской информации с целью немедленного прекращения того хаоса, который воцарился сегодня на фондовом рынке нашей страны. Однако следует признать, что по многим направлениям данный законопроект требует доработки, в связи с чем данная дипломная работа имеет целью выявление несоответствия между существующим законодательством и сложившейся на данный момент острой необходимостью регулирования инсайдерской торговли в России. При этом должен приниматься во внимание как международный опыт регулирования данной проблемы, там и самобытная история России по данному вопросу, так как слепое следование навязываемым стандартам, как показывает практика, ни к чему хорошему не приведёт, и может только усугубить и без того весьма сложную ситуацию.

Основными же задачами данной работы является анализ определений инсайдеров, инсайдерской информации и инсайдерской торговли как в международной, так и в российской практике (в России пока только на уровне проекта закона об инсайдерской информации), анализ типичных прецедентов совершения инсайдерских сделок за рубежом и мер ответственности за них (практика США и Евросоюза), а также освобождение от ответственности за инсайдерскую торговлю на рынке ценных бумаг (США). Проведённый анализ, в результате, позволит нам наиболее полно раскрыть и понять всю проблематику регулирования сделок, осуществляемых с использованием инсайдерской информации на рынке ценных бумаг России, а также поможет адекватно оценить шансы принятия закона об инсайдерской информации.

Глава I. Понятие и виды инсайдеров и инсайдерских сделок в международной и российской практике.

1. Понятие инсайдера и инсайдерской информации в российской практике.

В последнее время большое количество изданий, занимающихся публикацией материалов об информационной безопасности, привлекают внимание своих читателей всевозможными сообщениями и аналитическими статьями о том, что самой страшной угрозой сегодня становятся инсайдеры. Так кто же такие инсайдеры, и почему инсайдерская торговля играет столь существенную роль на мировых финансовых рынках, и в частности, - на рынке ценных бумаг России?

Безусловно, чтобы понять всю проблематику рассматриваемого вопроса, необходимо начать именно с определения того явления, которое мы будем дальше обсуждать, а именно – понятия «инсайдер».

В настоящее время термин «инсайдер» в российском законодательстве не определён, хотя им оперируют повсеместно, как нечто самой собой разумеющееся. Согласно проекту Федерального закона «Об инсайдерской информации», внесённого в Государственную думу в октябре 2000г. группой депутатов (Владимиром Тарачёвым, Иваном Грачёвым и Михаилом Емельяновым), инсайдером признаётся «лицо, которое имеет доступ к инсайдерской информации в силу участия в уставном (складочном, паевом) капитале (фонде) эмитента или его аффилированного лица, членства в органах управления эмитента или его аффилированного лица, заключенного с эмитентом или его аффилированным лицом трудового договора (контракта) или гражданско-правового договора, предоставленных ему полномочий как должностному лицу органа государственной власти, государственного учреждения или органа местного самоуправления»[5].

[5] Законопроект «Об инсайдерской информации», статья 3 «Основные понятия, используемые в настоящем Федеральном законе».

В этом качестве инсайдер получает преимущество перед другими инвесторами, обладая нераскрытой публично информацией о положении дел в компании и, соответственно, способностью предвидеть изменения курса её ценных бумаг в результате опубликования сведений об уже известных ему событиях. Таким образом, чтобы поставить инвесторов в равноправное положение, сделки инсайдеров с ценными бумагами своей компании, возможности для них спекуляций, основываясь на неизвестных широкой публике сведениях, ограничиваются на большинстве зарубежных и российском фондовом рынках.

Из определения инсайдера вытекает и понятие самой инсайдерской информации, под которой подразумевается, согласно упомянутому выше законопроекту, «любая информация об эмиссионных ценных бумагах и сделках с ними, а также об эмитенте этих ценных бумаг и осуществляемой им деятельности, не известная третьим лицам, раскрытие которой может оказать существенное влияние на рыночную цену этих ценных бумаг»[6]. К инсайдерской информации авторы данного законопроекта относят информацию, составляющую коммерческую тайну в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации, а также информацию, подлежащую раскрытию в соответствии с законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумаг, до момента её раскрытия. Однако конфиденциальная информация, незаконно раскрытая или опубликованная в средствах массовой информации, не является инсайдерской информацией. Также не относятся к инсайдерской информации любые сведения, содержащие оценку стоимости ценных бумаг и/или оценку имущественного положения эмитента, произведённую на основе общедоступной информации.

Однако, в связи с тем, что данные определения пока не имеют законной силы (не утверждены законодательно), мы будем оперировать

[6] Законопроект «Об инсайдерской информации», статья 3 «Основные понятия, используемые в настоящем Федеральном законе».

понятием «служебная информация», определение которой содержится в статье 31 Закона «О рынке ценных бумаг». В данном законе под служебной информацией понимается «любая, не являющаяся общедоступной, информация об эмитенте и выпущенных им эмиссионных ценных бумагах, которая ставит лиц, обладающих в силу своего служебного положения, трудовых обязанностей или договора, заключенного с эмитентом, такой информацией, в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг»[7].

Иными словами, к инсайдерской информации (служебной информации) относится любая информация, которая не является общедоступной на рынке ценных бумаг, а именно:

- информация, которая не требует привилегий для доступа к ней;
- информация, подлежащая раскрытию в соответствии с законодательством о рынке ценных бумаг.

Немного другая трактовка термина «инсайдерская информация» дана в Кодексе корпоративного поведения (раздел 4 главы 7), который представляет собой свод рекомендаций для совершенствования практики корпоративного управления в хозяйственных обществах. Он определяет инсайдерскую информацию как «существенную информацию о деятельности общества, акциях и других ценных бумагах общества и сделках с ними, которая не является общедоступной и раскрытие которой может оказать существенное влияние на рыночную стоимость акций и других ценных бумаг общества». Таким образом, данное определение более полно характеризует понятие «инсайдерская информация», чем то, которое содержится в законе «О рынке ценных бумаг», так как в нём ставится акцент на существенность, важность информации. Признак важности инсайдерской информации прямо включён в определения инсайдерской

[7] Статья 31 «Служебная информация» Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 №39-ФЗ.

информации стран Европейского Союза, а также США, Великобритании, Германии, Канады и ряда других стран.

Необходимо также отметить, что в качестве общедоступной информации должны быть раскрыты существенные факты (аналог в зарубежной практике (США) – *«material facts»),* относящиеся к эмитенту ценных бумаг. В российской практике существенными фактами считаются следующие сведения:

- о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- о фактах разовых сделок эмитента, размер которых, либо стоимость имущества по которым, составляет 10% и более от активов эмитента на дату сделки;
- о выпуске эмитентом ценных бумаг и доходности по ним;
- о фактах, повлекших разовое увеличение или уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10%, а также разовое увеличение чистой прибыли или чистых убытков эмитента более чем на 10%;
- о датах закрытия реестра, о сроках исполнения обязательств эмитента перед владельцами, а также о решениях общих собраний;
- о появлении в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25% его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида.

Перечень существенных фактов (материальных фактов, материальной информации) на западе гораздо более широкий, чем в России. И, в принципе, инсайдерская информация должна относиться как раз к таким существенным фактам, однако в настоящее время в российском законодательстве это не прописано.

Существенные факты должны раскрываться в обязательном порядке, что подразумевает раскрытие содержащейся в ней информации в части обеспечения её доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации по процедуре, гаран-

тирующей её нахождение и получение. Таким образом, раскрытой информацией на рынке ценных бумаг признаётся информация, в отношении которой проведены действия по её раскрытию. В связи с этим эмитент обязан публиковать существенные факты в течение 5 дней с момента их наступления в таком порядке и таким образом, чтобы существовала возможность для ознакомления с ними всех инвесторов в его ценные бумаги.

Закон «О рынке ценных бумаг» также запрещает лицам, располагающим служебной информацией, использовать её для заключения сделок, и передавать такую информацию для совершения сделок третьим лицам[8]. Таким образом, закон запрещает использование служебной информации для заключения сделок на рынке ценных бумаг лицами, располагающими такой информацией в силу своего служебного положения. В частности, запрещено использование служебной информации о составе акционеров общества с целью организации работы по скупке его акций на условиях, отличных от рыночных, включая поддержание низкого уровня информированности акционеров о стоимости принадлежащих ему акций.

Говоря о лицах, которые могут оказаться инициаторами инсайдерских сделок, следует отметить, что в российской практике категории инсайдеров являются строго ограниченными. В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» «к лицам, располагающим служебной информацией, относятся:

- члены органов управления эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, связанного с этим эмитентом договором;
- аудиторы эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, связанного с этим эмитентом договором;

[8] Статья 33 «Сделки, совершаемые с использованием служебной информации» Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 №39-ФЗ.

- служащие государственных органов, имеющие в силу контрольных, надзорных и иных полномочий доступ к указанной информации».

При этом под членами органов управления эмитента и профессионального участника рынка ценных бумаг понимаются лица, занимающие постоянно или временно в указанных юридических лицах должности, связанные с выполнением организационно-распорядительных или административно-хозяйственных обязанностей, а также выполняющие такие обязанности по специальному полномочию»[9]. С нашей точки зрения, важно отметить, что перечень органов управления эмитентов и профессиональных участников рынке ценных бумаг определяется ГК РФ, соответствующими законами, а также системой корпоративного управления конкретного юридического лица. Например, в акционерных обществах это общее собрание акционеров, к которым не применим термин «члены органов управления», совет директоров, исполнительный орган общества, который может быть коллегиальным (правление, дирекция) и/или единоличным (директор, генеральный директор). Однако часть 2 статьи 32 закона «О рынке ценных бумаг» расширяет данный перечень до руководителей структурных подразделений и даже участков работ, т.е. тех лиц, которые обычно не являются членами органов управления юридических лиц, в которых работают.

Таким образом, круг лиц, обладающих служебной информацией, будет определяться в каждом конкретном случае, а расширительное толкование рассмотренных выше норм компетентными органами, вероятнее всего, станет предметом судебного спора. В любом случае данная правовая коллизия создаст значительные трудности для правовой квалификации действий лиц, обладающих служебной информацией.

[9] Статья 32 «О лицах, располагающих служебной информацией» Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 №39-ФЗ.

Также, рассматривая категории инсайдеров, можно их классифицировать на первичных и вторичных инсайдеров. При этом первичными, или непосредственными, являются те инсайдеры, которые поддерживают прямую связь с компанией-эмитентом. К вторичным же инсайдерам относятся лица, которые могут получить внутреннюю информацию о первичных инсайдеров (например, дети, супруги, родственники, друзья).

Теперь, рассмотрев понятия инсайдера, инсайдерской и служебной информации в российской практике целесообразно, с нашей точки зрения, перейти к определению непосредственно инсайдерских сделок на рынке ценных бумаг, что и будет сделано в следующей главе данной дипломной работы. Также будут приведены типичные виды инсайдерских сделок, осуществляемые на территории Российской Федерации, и рассмотрены примеры прогнозируемой реакции фондового рынка на раскрытие информации об эмитенте.

2. Инсайдерские сделки. Типичные виды инсайдерских сделок в России и примеры прогнозируемой реакции фондового рынка на раскрытие информации об эмитенте.

Инсайдерской сделкой на рынке ценных бумаг признаётся любая сделка с использованием служебной (инсайдерской) информации. Типичными видами инсайдерских сделок являются следующие:

1. Продажа той или иной ценной бумаги при получении инсайдером доступа к служебной информации, которая в будущем будет интерпретирована финансовым рынком негативно и приведёт к понижению курсов ценных бумаг (при том, что сделка совершается непосредственно до публичного раскрытия информации);
2. Покупка той или иной ценой бумаги при получении инсайдером доступа к служебной информации, которая в будущем будет интерпретирована финансовым рынком позитивно и приведёт в последствии к повышению курсов ценных бумаг (при том, что сделка совершается до публичного раскрытия информации);
3. Использование инсайдерской (служебной) информации в манипулятивных стратегиях.

Однако в настоящее время закон «О рынке ценных бумаг» запрещает заключать сделки с использованием служебной информации только лицам, располагающим такой информацией (абзац 1 статьи 33 закона). А поскольку перечень лиц, располагающих служебной информацией, установлен в указанном законе и является исчерпывающим, то привлечение к ответственности третьих лиц, получивших служебную информацию от инсайдеров и использовавших её для заключения сделок на рынке ценных бумаг, невозможно.

Принимая во внимание тот факт, что вопрос о привлечении к ответственности работников эмитента и профессионального участника рынка ценных бумаг, которые не являются членами органов управления эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, свя-

занного с этим эмитентом договором, как нами уже было выяснено ранее, является спорным, нужно признать, что такая ситуация предоставляет чрезвычайно широкие возможности для безнаказанного использования служебной информации, процветания инсайдерской торговли на российском рынке ценных бумаг.

Примеры прогнозируемой реакции рынка на раскрытие информации об эмитенте, которая до момента раскрытия была инсайдерской (служебной), можно структурировать и свести в следующую таблицу:

Таблица 1.1.

Примеры прогнозируемой реакции фондового рынка на раскрытие информации об эмитенте.

Раскрываемые факты	***Прогнозируемая динамика курсов ценных бумаг эмитента***
Информация об улучшении хозяйственно-финансового положения эмитента (например, рост его выручки, прибыли и т.п.)	Рост курсов акций и облигаций
Информация об ухудшении хозяйственно-финансового положения эмитента (например, снижение его выручки, прибыли, возникновение каких-либо убытков и т.п.)	Падение курсов акций и облигаций
Объявление об увеличении размера выплачиваемых дивидендов	Рост курсов акций и облигаций
Объявление о снижении размера выплачиваемых дивидендов	Падение курсов акций и облигаций
Объявление о выпуске новой продукции, обладающей уникальными потребительскими свойствами	Рост курсов акций и облигаций
Информация о том, что компания-	Падение курсов акций и облигаций

эмитент готовится приобрести другую компанию (взять на себя риски её бизнеса)	
Информация о готовящемся приобретении компании – эмитента (т.е., заявлен дополнительный спрос на её акции)	Рост курсов акций и облигаций
Объявление о снятии государством налоговых претензий, о решениях в пользу компании по крупным искам, затрагивающим её основные активы	Рост курсов акций и облигаций
Объявление о снижении объёмов заказов на традиционную продукцию компании, о проигрыше конкурса на заказ крупной партии продукции и т.п.	Падение курсов акций и облигаций
Объявление о выдвижении государством налоговых претензий, крупных исках, затрагивающих основные активы компании	Падение курсов акций и облигаций
Объявление о назначении исполнительным директором / председателем совета директоров известного менеджера, имеющего высокую репутацию	Рост курсов акций и облигаций
Объявление о предстоящей отставке исполнительного директора / председателя совета директоров	Падение курсов акций и облигаций

3. **Понятие и виды инсайдеров и инсайдерских сделок в международной практике.**

Определение служебной информации в России, приведённое в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» (статья 31) в целом напоминает зарубежные аналоги. Хотя в ряде стран имеются отличия. Например, в странах Европейского Союза под инсайдерской информацией понимается необнародованная информация, относящаяся к свободно обращающимся ценным бумагам, которая, будучи опубликована, могла бы оказать значительное влияние на цену указанных бумаг.

Важно отметить, что в определении служебной информации в российском законодательстве отсутствует очень важный признак инсайдерской информации, который, по большому счёту, является основанием для введения государством запрета на совершение сделок с использованием инсайдерской информации: информация должна быть важной, существенной, а в случае её раскрытия, должна оказать влияние на принятие инвесторами решения в отношении ценных бумаг эмитента и соответственно их цену. Признак важности инсайдерской информации и/или её потенциальной возможности в случае раскрытия оказывать влияние на рынок ценных бумаг прямо включён в определения инсайдерской информации и инсайдерской торговли, содержащиеся в Конституции ЕС об инсайдерской торговле 1991г., а также в нормативно-правовых актах США, Канады, Великобритании, Словении, Норвегии, Дании, Сингапура, Хорватии, Монголии, Германии и других стран. Рассмотрим определения инсайдерской информации, приведённые в законодательстве различных стран:

Таблица 1.2.

Трактовка термина «инсайдерская информация» в законодательстве разных стран[10].

Страна	Определение инсайдерской информации	Правовой источник
Великобритания	Информация, которая не является общедоступной для участников рынка и которую участники, если бы она была им доступна, вероятно, посчитали бы значимой для принятия решения о том, на каких именно условиях следует осуществлять сделки с соответствующим финансовым инструментом.	Статья 118 (2) (а) закона Великобритании «О финансовых услугах» 2001г.
Франция	Привилегированная, не известная общественности информация о перспективах или положении эмитента, ценные бумаги которого обращаются на организованном рынке, или о перспективах эволюции финансового инструмента, допущенного к обращению на организованном рынке.	Статья 10-1 Ордонанса Франции №67-833 от 28 сентября 1967г. (в редакции закона №96-597 от 02 июля 1996г.)
Германия	Торговля ценными бумагами на основе инсайдерских фактов, которые не являются публично известными, относятся к одному или не скольким эмитентам ценных бумаг и могут су-	Статья 13 закона Германии «О торговле ценными

[10] Составлено на основе материала статьи И. Киселёвой «Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США" журнала «Рынок ценных бумаг" №9 (11) 2004.

	щественно повлиять на цену ценных бумаг в случае их раскрытия.	бумагами» 1994г.
Словения	Любая довольно точная информация о какой-либо ценной бумаге или ряде ценных бумаг, которая не была раскрыта, а в случае её раскрытия могла бы оказать существенное влияние на цену данной ценной бумаги или ряда ценных бумаг.	Пункт 2 статьи 275 закона Словении «О рынке ценных бумаг»
Норвегия	Точная и конфиденциальная информация о финансовых инструментах, эмитенте этих финансовых инструментов или других факторах, которые могут иметь существенное влияние на цену этих финансовых инструментов.	Статья 2-1 закона Норвегии «О торговле ценными бумагами» 1997г.
Дания	Неопубликованная информация об эмитентах ценных бумаг, о ценных бумагах или рыночных условиях, относящихся к этим ценным бумагам, которая могла бы повлиять на формирование цены на одну или более ценных бумаг в случае её обнародования. Информация считается обнародованной, если имело место разглашение её существенных деталей на рынке. Информация, предоставленная фондовой бирже, считается обнародованной, если биржа распространила эту информацию.	Статья 34 закона Дании «О торговле ценными бумагами» 2000г.

Сингапур	Информация, которая обычно недоступна, но если бы была доступна, то оказала бы существенное влияние на цену ценных бумаг компании.	Статья 103 закона Сингапура «О рынке ценных бумаг»
Хорватия	Все факты об эмитенте (эмитентах) ценных бумаг или о ценных бумагах, к таким фактам нет публичного доступа, а в случае их разглашения они могут повлиять на цену ценных бумаг.	Статья 62 закона Хорватии «Об эмиссии и продаже ценных бумаг»
Монголия	Информация, которая не была обнародована и которая может повлиять на рыночную цену ценной бумаги.	Закон Монголии «О ценных бумагах»

Отдельное внимание, с нашей точки зрения, следует уделить понятию инсайдерской торговли в США. Законодательство США не содержит четкого определения понятия «инсайдерская торговля». До принятия Закона «О ценных бумагах и биржах» 1934г. в отношении случаев инсайдерской торговли применялось общее право (*Common Law*), согласно которому инсайдер нес ответственность только в случае существования фидуциарной обязанности или иных доверительных или конфиденциальных отношений между сторонами. Сегодня главным средством борьбы с инсайдерской торговлей в США является статья 10(*b*) Закона «О ценных бумагах и биржах» и принятые в 1942г. в развитие этой статьи нормативные акты Комиссии по ценным бумагам и биржам США (Правила 10*b*5-1 и 10*b*5-2). Закон Сарбейнса-Оксли 2002 года, ужесточивший требования к профессиональным участникам рынка ценных бу-

маг, эмитентам и руководству компаний, не внес каких-либо существенных изменений или дополнений в законодательные нормы об инсайдерской торговле. Однако этот факт отнюдь не свидетельствует о снижении внимания к данной проблеме. Инсайдерская торговля в США всегда признавалась и признается одним из самых серьезных правонарушений на рынке ценных бумаг. Ежегодно Комиссия по ценным бумагам и биржам США (далее Комиссия) расследует множество случаев инсайдерской торговли, а информацию о самых громких делах представляет в своих годовых отчетах.

Анализ действующих нормативных положений США позволяет определить незаконную инсайдерскую торговлю как покупку или продажу ценных бумаг лицом, которое владеет существенной неопубликованной (не преданной широкой огласке) информацией о ценных бумагах, являющихся объектом сделок, либо передачу такой информации другим лицам. При этом лицо, осуществляющее торговлю или передающее информацию, нарушает фидуциарную обязанность.

Существенность (или, другими словами, важность) информации определяется на основе трех факторов. Во-первых, это важность, значимость лица, которое владеет информацией и использует ее. Вторым фактором, который также служит основанием определения важности информации, является реакция рынка на эту информацию, когда она раскрывается, т. е. становится общедоступной. Наконец, если лицо осуществляет инсайдерскую торговлю на основе информации, полученной от корпоративных инсайдеров, которых называют «подсказчиками», критерием важности этой информации выступает значимость самого «подсказчика»[11]. В соответствии с Правилом 10b5-1 способы осуществления инсайдерской торговли на основе важной неопубликованной информации определены в пункте «*b*» ст. 10 Закона «О ценных бумагах и бир-

[11] Киселёва И. «Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США" //журнал «Рынок ценных бумаг" №10 (12), 2004.

жах», где, в частности, установлено, что как незаконные будут расцениваться для любого лица, осуществляемые им непосредственно или косвенным образом посредством использования любых средств или инструментов межштатной торговли, почтовой связи или с использованием любых других возможностей любой национальной фондовой биржи с целью осуществления покупки или продажи любых ценных бумаг, зарегистрированных на национальной фондовой бирже, а также любых ценных бумаг, не получивших такой регистрации, любые манипулятивные или обманные способы или ухищрения, противоречащие нормам данного закона и подзаконных актов, которые (нормы) расцениваются Комиссией как необходимые и соответствующие публичному интересу или защите прав инвесторов. Таким образом, Комиссия относит инсайдерскую торговлю к манипулятивным или обманным способам (ухищрениям), использование которых противоречит нормам законодательства о рынке ценных бумаг.

В отношении случаев инсайдерской торговли Комиссия по ценным бумагам и биржам и суды применяют два подхода в толковании положений законодательства об инсайдерской торговле. Классическая теория инсайдерской торговли применяется к так называемым корпоративным инсайдерам (работникам и директорам эмитента, ценные бумаги которого стали объектом инсайдерской торговли), которые располагают существенной неопубликованной информацией по должности в компании-эмитенте и несут перед ним фидуциарную обязанность не использовать эту информацию с целью извлечения личной выгоды[12].

Теория злоупотребления касается посторонних лиц, которые располагают существенной неопубликованной информацией по должности и несут перед другими лицами (не перед эмитентом) фидуциарную обязанность не использовать эту информацию с целью извлечения личной

[12] Киселёва И. «Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США" //журнал «Рынок ценных бумаг" №10 (12), 2004.

выгоды. Таких инсайдеров еще называют временными. К ним относятся консультанты, адвокаты и другие лица, имеющие с компанией договорные отношения и получающие в связи с этим неопубликованную информацию, которую по правилам могут использовать только в своей работе с данной корпорацией, но не в личных целях[13]. Нужно отметить, что в настоящее время теория злоупотреблений применяется не только к устоявшимся деловым, но и к личным (обычно семейным) отношениям.

Само понятие инсайдерской торговли в США конкретизировано в Правиле 10*b*5-1 следующим образом: «Манипулятивные и обманные способы, запрещенные пунктом b статьи 10 Закона “О ценных бумагах и биржах”, включают куплю или продажу ценных бумаг любого эмитента на основе (с использованием) важной неопубликованной информации *(«material nonpublic information»)* об этих ценных бумагах или об эмитенте в нарушение обязанности сохранять конфиденциальность информации, которая (обязанность) носит непосредственный, косвенный или производный характер по отношению к эмитенту этих ценных бумаг либо акционеру эмитента, или любому другому лицу, которое является источником важной неопубликованной информации». При этом оговаривается, что купля или продажа ценных бумаг будет расцениваться как осуществленная «на основе важной неопубликованной информации о ценных бумагах или эмитенте», если лицо, осуществляющее куплю или продажу, на момент заключения сделки знало о том, что эта информация является важной и неопубликованной.

Следующей категорией инсайдеров в США являются лица, передающие инсайдерскую информацию *(«tippers»)*. Иными словами, корпоративный инсайдер, который в целях получения личной выгоды передает третьим лицам существенную внутреннюю информацию, касающуюся компании-эмитента, именуется «подсказчиком». Передача инсайдерской

[13] Киселёва И. «Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США" //журнал «Рынок ценных бумаг" №10 (12), 2004.

информации является нарушением Правил 10*b*5-1 и 10*b*5-2 и ничем не отличается от такого прямо предусмотренного в законодательстве правонарушения, как заключение сделок на основе инсайдерской информации.

Однако для признания подсказчика правонарушителем необходимо, чтобы он нарушил свои фидуциарные обязанности в отношении акционеров. Решение вопроса о том, нарушил ли подсказчик свои фидуциарные обязанности в отношении акционеров, зависит от того, получает ли этот корпоративный инсайдер прямо или косвенно личную выгоду от передачи информации третьим лицам. Неполучение инсайдером личной выгоды означает отсутствие нарушения обязанности перед акционерами».

Помимо указанных выше категорий инсайдеров (корпоративные, временные инсайдеры и лица, передающие инсайдерскую информацию) в США существуют и другие категории лиц, которые несут ответственность за незаконное использование инсайдерской информации. К таковым относятся, например, третьи лица, получающие инсайдерскую информацию, и несущие ответственность за её распространение. Таким образом, лицо, получающее информацию, принимает на себя фидуциарную обязанность перед акционерами компании не торговать на основе существенной неопубликованной информации только при соблюдении следующих условий:

– передача инсайдером существенной информации третьему лицу должна нарушать фидуциарную обязанность инсайдера перед акционерами;

– третье лицо знает или должно знать о том, что, передав инсайдерскую информацию, инсайдер нарушил свою обязанность нераспространения конфиденциальной информации.

Таким образом, на третьих лиц, получивших инсайдерскую информацию, возложена фидуциарная обязанность, являющаяся производной от фидуциарной обязанности инсайдера.

Как было отмечено выше, ответственность за инсайдерскую торговлю могут нести не только руководители эмитента, но и лица, временно находящиеся с компанией в договорных отношениях (адвокаты, финансовые и инвестиционные консультанты и др.). Следовательно, если даже такие независимые от эмитента лица как адвокаты или консультанты, оказывающие услуги по договору, могут быть признаны несущими фидуциарную обязанность перед эмитентом, то работники эмитента также должны признаваться лицами, находящимися в фидуциарных отношениях с эмитентом. При этом работники не обязательно должны относиться к уровню руководства компании. Бывшие руководители и работники эмитента также несут перед ним фидуциарную обязанность после увольнения. Поскольку работники компании несут ответственность за инсайдерскую торговлю в соответствии с федеральным законодательством США, считается, что сама компания-эмитент также находится в фидуциарных отношениях с ее акционерами. Эмитент не может передавать информацию в целях получения выгоды для себя. Когда инсайдер действует не напрямую, а через компанию, то ответственность будет нести эта компания.

Следующей категорией инсайдеров, согласно действующему законодательству США, признаются акционеры компании. Миноритарные акционеры не несут фидуциарную ответственность перед компанией. Дела такого рода являются скорее исключением и встречаются в судебной практике чрезвычайно редко.

Другое дело — акционеры, имеющие контроль над эмитентом. Таковые признаются находящимися в фидуциарных отношениях с корпорацией и могут быть привлечены к ответственности за инсайдерскую торговлю. Крупные акционеры, являющиеся владельцами более 10% ак-

ций эмитента, наравне с корпоративными инсайдерами (директорами и другими руководящими работниками) несут обязанность по раскрытию информации о находящихся в их владении ценных бумагах. Однако владельцы крупных пакетов акций не могут быть признаны инсайдерами автоматически. Критерии для определения того, является ли крупный акционер инсайдером, содержатся в решении суда по делу *Feldman v. Simkins Indus. Inc.* 1982г.[14], где указано, что для признания акционера инсайдером необходимо, чтобы лицо имело доступ к конфиденциальной информации, предоставляемой ему исключительно в корпоративных целях. По указанному делу *Feldman v. Simkins Indus. Inc.* некий господин Симкинс не был признан инсайдером, несмотря на то, что владел пакетом акций в 14%, поскольку не имел доступа к конфиденциальной информации.

Таким образом, в США и во многих других странах мира торговля на основе инсайдерской информации и передача инсайдерской информации признаются незаконными, как наносящие вред акционерам и подрывающие доверие инвесторов к инвестиционной системе страны в целом.

В связи с тем, что в последнее время в России значительно вырос интерес к правовым вопросам инсайдерской деятельности, в юридической периодике всё чаще появляются публикации на эту тему, а в Государственную думу, как уже было отмечено выше, был вынесен на рассмотрение законопроект «Об инсайдерской информации». В связи с этим представляется необходимым исследовать законодательный опыт юрисдикций, в которых данные проблемы уже нашли свое разрешение, в частности в законодательстве США и Европейского союза.

---

[14] Киселёва И. «Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США" //журнал «Рынок ценных бумаг" №10 (12), 2004.

Глава II. Зарубежная практика регулирования инсайдерской торговли на рынке ценных бумаг.

1. Ответственность за инсайдерскую торговлю и передачу инсайдерской информации в США.

Большинство стран мира расценивают инсайдерскую торговлю как правонарушение и относят такие дела к юрисдикции судов. Инсайдерская торговля наряду с манипулированием и другими видами незаконной торговой практики на финансовых рынках ведет к разрушению эффективного функционирования последних, процветанию недобросовестной торговой практики, а также подрывает доверие к национальному фондовому рынку в целом. Вот почему в большинстве развитых стран за инсайдерскую торговлю предусмотрены санкции в виде крупных штрафов и даже тюремного заключения. Применение законодательства, запрещающего инсайдерскую торговлю на финансовых рынках, должно быть незамедлительным, а наказание неотвратимым и существенным для его нарушителей.

Одной из наиболее часто встречающихся разновидностей рыночной манипуляции является схема "увеличить и сбросить" (Pump&Dump), которая заключается в получении прибыли за счет продажи ценных бумаг, спрос на которые искусственно завышается. Инсайдер, посредством распространения зачастую ложной информации об эмитенте, создает повышенный спрос на определенные акции, способствует повышению их цены, а затем осуществляет продажу ценных бумаг по завышенным ценам. Однако непосредственно после совершения подобных манипуляций цена на рынке возвращается к своему исходному уровню, а рядовые инвесторы оказываются в убытке.

Данный прием зачастую используется в условиях недостатка или отсутствия информации о компании, акции которой редко торгуются. Например, в 2000г. был раскрыт случай мошенничества по схеме Pump&Dump, принесший комбинатору около $300 тыс. Удивительно,

что мошенником оказался 15-летний американский школьник, который "работал" на $8 тыс., сэкономленных на карманных расходах. После скупки акций мелких фирм он под различными псевдонимами помещал на финансовом сайте Yahoo! ложную информацию о перспективах этих компаний. На волне стремительно возрастающего спроса юный махинатор мгновенно избавлялся от акций с прибылью для себя[15].

Другим методом обмана инвестора является навязывание информации (Touting). В данном случае инвесторов вводят в заблуждение недостоверной информацией об эмитенте, преувеличенными перспективами роста компаний. Недостоверная информация может быть распространена среди широкого круга пользователей сети самыми разнообразными способами: размещена на сайтах, электронных досках объявлений, в инвестиционных форумах, разослана по электронной почте.

Американская Комиссия по ценным бумагам и биржам предупреждает всех, что мошенники стали часто использовать следующий способ обмана доверчивых инвесторов. У вас раздается звонок на мобильный телефон. Приятный женский голос сообщает, что ее подруга из некой компании X рассказала ей, что в ближайшее время будет объявлено о потрясающих успехах фирмы, что, естественно, отразится на курсе ее акций. При этом девушка просит, чтобы вы позвонили своему брокеру и купили эти акции, да еще добавляет: "Не упусти свой шанс, как в прошлый раз". Потом она якобы понимает, что ошиблась номером, извиняется и кладет трубку. Однако жадность уже делает свое дело. И вы сразу звоните своему брокеру и просите его купить акции компании X на кругленькую сумму. Попытки брокера отговорить вас от столь опрометчивого поступка ни к чему не приводят. А на следующий день компания объявляет о провальных результатах своей деятельности[16]...

---

[15] Потапов А. «Осторожно – инсайд!»// «Валютный спекулянт», октябрь 2004.
[16] Потапов А. «Осторожно – инсайд!»// «Валютный спекулянт», октябрь 2004.

В настоящее время в США предусмотрены различные виды ответственности за осуществление торговли с использованием инсайдерской информации на рынке ценных бумаг, что расширяет возможности государственных органов осуществлять более результативное противодействие незаконной торговой деятельности, позволяет быть гибче в превенции и пресечении правонарушений. Проще запретить незаконную деятельность, наложить штраф или получить возмещение ущерба в гражданском процессе, чем доказать вину по уголовному делу. В то же время по наиболее опасным, значимым для рыночного сообщества случаям возбуждаются уголовные дела.

Согласно статье 21А закона «О фондовых биржах» (далее — Закон) в случае, если лицом в нарушение положений законов и подзаконных актов, запрещающих инсайдерскую торговлю, была совершена сделка купли/продажи ценных бумаг с использованием важной неопубликованной информации, либо нарушен запрет на передачу инсайдерской информации, с использованием которой впоследствии были заключены сделки, Комиссия по ценным бумагам и биржам США (далее — Комиссия) вправе:

- обратиться в окружной суд соответствующей юрисдикции с иском к такому лицу;

- обратиться в окружной суд соответствующей юрисдикции с иском к лицу, которое на момент совершения правонарушения непосредственно или косвенным образом осуществляло контроль в отношении нарушителя.

Размер штрафа, налагаемого на лицо, совершившее правонарушение, определяется судом с учетом конкретных фактов и обстоятельств дела, однако штраф не должен превышать более чем в 3 раза полученный в результате совершения незаконной сделки доход (который также может определяться как убыток, которого удалось избежать).

Кроме действий Комиссии, целью которых является защита публичных интересов, закон предусматривает возможность защиты в судебном порядке прав инвесторов, которым нанесен ущерб незаконной инсайдерской торговлей. В соответствии со ст. 20А Закона лицо, совершившее сделку купли/продажи ценных бумаг на основе важной неопубликованной информации, должно отвечать по искам, предъявляемым в любых судах надлежащей юрисдикции любыми лицами, которые купили или продали ценные бумаги того же класса. Размер ответственности по искам также ограничен. Общая сумма возмещения не должна превышать полученный в результате незаконной сделки доход.

Статья 20А Закона также предусматривает возмещение третьим лицам ущерба, причиненного в связи с передачей инсайдерской информации. Причем лицо, передавшее инсайдерскую информацию, несет ответственность за то же нарушение и в том же объеме, что и лицо, которому инсайдерская информация была передана и которое заключало сделки на основе такой информации. Сумма возмещения ущерба, причиненного третьим лицам передачей инсайдерской информации, не должна превышать сумму дохода лица, передавшего подобную информацию, и/или лица, заключавшего на основе такой информации сделки. В данном случае Закон устанавливает следующее правило: если правонарушение состояло в передаче инсайдерской информации третьим лицам, то для определения размера штрафа в расчет должен приниматься только тот доход (убыток, которого удалось избежать), который получен лицом, непосредственно получившим инсайдерскую информацию от правонарушителя, но не третьими лицами, которым такая информация могла быть передана по цепочке. Срок исковой давности по делам о возмещении ущерба, причиненного инсайдерской торговлей, составляет 5 лет с момента совершения последней незаконной сделки.

Специальные нормы об ответственности установлены в отношении «лиц, осуществляющих контроль». В соответствии со ст. 21А Закона ли-

ца, которые в момент совершения правонарушения прямо или косвенно контролировали правонарушителя, несут гражданско-правовую ответственность в виде штрафа, налагаемого судом по заявлению Комиссии. Размер штрафа не должен превышать 1 млн. долл. или трехкратного размера полученного подконтрольным лицом-правонарушителем дохода (убытков, которых ему удалось избежать). Если контролируемое лицо передавало инсайдерскую информацию, то в целях ограничения размера ответственности его доход приравнивается к доходу лица, которому подконтрольное лицо непосредственно передавало инсайдерскую информацию.

Также к контролирующему лицу может быть предъявлен иск лицами, пострадавшими от сделок купли/продажи ценных бумаг в связи с осуществлением подконтрольным лицом инсайдерской торговли. Но это возможно только в том случае, если лицо, осуществляющее контроль, само нарушило какие-либо положения закона или подзаконных актов, запрещающих инсайдерскую торговлю.

В отношении контролируемого лица закон специально оговаривает то, что ни одно лицо не может нести ответственность на том лишь основании, что оно являлось работодателем правонарушителя. Таким образом, если работник компании осуществлял инсайдерскую торговлю или передавал инсайдерскую информацию третьим лицам и при этом его руководство не знало об этой незаконной деятельности, то руководство и компания не несут ответственности за совершенные работником правонарушения.

Исключением из этого правила являются случаи, указанные в статье 21А Закона, когда Комиссией в процессе проведения расследования или административного производства либо в процессе судебного разбирательства устанавливается, что контролирующее лицо:

– знало о том, что контролируемое лицо, скорее всего, вовлечено в правонарушение, однако пренебрегало этой информацией и не предпри-

няло адекватных мер, направленных на предупреждение совершения правонарушения;

– умышленно или по небрежности пренебрегало обязанностью устанавливать и исполнять определенную политику и процедуры (а именно: ограничение доступа к важной неопубликованной информации или ее части, эффективное функционирование службы внутреннего контроля, установление обязанности сотрудников информировать руководство о совершаемых сделках с ценными бумагами и т. д.), установленные в ст. 15*f* и ст. 204А Закона «Об инвестиционных консультантах» 1940 г., что и привело к совершению правонарушения контролируемым лицом.

Уголовная ответственность за инсайдерскую торговлю и передачу инсайдерской информации установлена в статье 32 Закона: лицо, которое умышленно нарушает положения Закона и подзаконных актов наказывается штрафом до 1 млн. долл., либо тюремным заключением на срок до 10 лет, либо эти виды наказаний применяются одновременно. Ответственность юридических лиц установлена в виде штрафа до 2,5 млн. долл.

2. Освобождение от ответственности за инсайдерскую торговлю на рынке ценных бумаг в США.

Согласно законодательству США (Правило 10b5-1) физические, юридические лица и лица, осуществляющие контроль, в ряде случаев могут быть освобождены от ответственности за инсайдерскую торговлю.

Согласно данному Правилу предусмотрена возможность освобождения физического лица от ответственности за инсайдерскую торговлю в том случае, если оно может доказать, что сделки купли/продажи ценных бумаг были заключены не на основе существенной неопубликованной информации, а это возможно в следующих случаях:

- до того момента, когда лицо получило доступ к важной неопубликованной информации, оно осуществило следующие действия:

– заключило обязательный к исполнению контракт на покупку или продажу ценных бумаг;

– давало советы другому лицу осуществить покупку или продажу ценных бумаг по счету инструктируемого лица;

– утвердило письменный план для торгуемых ценных бумаг.

- При этом указанные контракт, совет или план должны удовлетворять следующим условиям:

– определять количество ценных бумаг, которые должны быть куплены или проданы, а также их цену и дату продажи или покупки;

– включать письменную формулу или компьютерную программу определения количества ценных бумаг, которые должны быть куплены или проданы, а также их цену и дату продажи или покупки;

– не содержать запрета на то, чтобы лицо впоследствии могло оказывать влияние на решение о заключении сделок купли/продажи ценных бумаг, в том числе, времени, месте и способе совершения этих сделок; закреплять положение о том, что любое лицо, которое в соответствии с контрактом, инструкцией или планом может осуществлять влияние на условия заключения сделки купли/продажи ценных бумаг, не должно

владеть важной неопубликованной информацией на момент заключения сделки.

- Сделка по купле или продаже ценных бумаг была осуществлена точно в соответствии с контрактом, инструкцией или планом.

Что касается юридических лиц, то, согласно Правилу 10b5-1, в целях освобождения от ответственности за инсайдерскую торговлю на рынке ценных бумаг США, они могут ссылаться также на то, что совершённые ими сделки купли/продажи ценных бумаг были осуществлены не на основе важной неопубликованной информации, для чего им необходимо доказать следующее:

– физическое лицо, которое принимало от имени компании решение о покупке или продаже ценных бумаг, не владело важной неопубликованной информацией;

– юридическое лицо предпринимало меры, направленные на то, чтобы физические лица, принимающие от его имени инвестиционные решения, не нарушали законы, запрещающие инсайдерскую торговлю.

Такая политика и процедуры могут включать следующие ограничения:

➢ ограничения на покупку или продажу ценных бумаг (действия, которые могут привести к покупке или продаже ценных бумаг), о которых имеется важная неопубликованная информация;

➢ превентивные меры против получения физическими лицами доступа к важной неопубликованной информации.

С нашей точки зрения, немаловажен и тот факт, что по общему правилу, наниматели, осуществляющие контроль лиц, обвиняемых в осуществлении инсайдерской торговли, не отвечают за действия этих подконтрольных лиц за исключением специально перечисленных в законе случаев, которые были рассмотрены выше.

Рассматривая данный вопрос, следует также отметить и полномочия Комиссии по ценным бумагам и биржам США (далее - Комиссия)

по отмене ограничений ответственности за инсайдерскую торговлю. Комиссия наделена беспрецедентным объемом полномочий, когда дело касается защиты прав инвесторов и обеспечения надежного, прозрачного и эффективного функционирования рынка ценных бумаг. Она не только имеет право издавать нормативные акты, запрещающие новые виды мошеннической торговой практики, но вправе в каждом конкретном случае рассматривать вопрос о признании лица нарушителем норм, запрещающих инсайдерскую торговлю и передачу инсайдерской информации даже при наличии предусмотренных в законе оснований освобождения этого лица от ответственности.

Комиссия на основании норм Закона, подзаконных актов и приказов, когда она сочтет такое действие соответствующим публичному интересу или цели защиты прав инвесторов, вправе, основываясь на конкретных условиях или даже немотивированно, исключить распространение норм об ограничении ответственности на любое лицо или сделку либо класс лиц или класс сделок.

Таким образом, даже при наличии у лица законного основания освобождения от ответственности за инсайдерскую торговлю или распространение инсайдерской информации Комиссия вправе привлечь его к ответственности. При этом Комиссия обычно приводит в своем акте основания такого решения, однако может это делать и немотивированно.

3. Регулирование инсайдерской торговли на срочном рынке США.

Говоря о регулировании срочного рынка США, с нашей точки зрения, в первую очередь следует отметить, что оно базируется на целом ряде принципов, основные из которых могут быть сведены к следующему положению: все участники срочного рынка должны быть свободны и равны при осуществлении торговли, а рынок должен отражать всю доступную информацию частного и публичного характера с целью эффективного выполнения им функции ценообразования.

Данный принцип находит свое отражение, в частности, в нормах, запрещающих осуществление инсайдерской торговли. Закон «О товарных биржах» 1936г. (далее — Закон) содержит прямой запрет инсайдерской торговли. Более того, инсайдерская торговля признается фелонией, т. е. одним из наиболее тяжких уголовных преступлений. Однако следует заметить, что законодательство США не содержит понятие «инсайдер на срочном рынке», но в то же время устанавливает запрет инсайдерской торговли и дает перечень лиц, которые при определенных в законе условиях могут быть признаны лицами, осуществляющими инсайдерскую торговлю, а значит, ответственными за нее[17]. В соответствии со ст. 13 данного Закона к таким лицам относятся:

- работники или члены органов управления бирж, а также служащие государственных органов, регулирующих срочный рынок, которым по закону прямо запрещено участвовать в любых операциях с производными инструментами, осуществляемых на основе конфиденциальной информации, которая им стала известна в связи с занимаемой должностью;
- иные лица, заключающие сделки с производными инструментами на основе конфиденциальной информации, полученной от работни-

[17] Киселёва И. «Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США" //журнал «Рынок ценных бумаг" №11 (13), 2004.

ков или членов органов управления бирж, а также служащих регулирующих органов.

Понятие инсайдерской информации в Законе также отсутствует. При этом признание торговли инсайдерской осуществляется в зависимости от использования вышеперечисленными лицами любой неопубликованной информации, которая стала им известна в связи с исполнением служебных обязанностей и в случае ее раскрытия может повлиять на цены товарных фьючерсов или товаров, являющихся их базовым активом.

В статье 13 Закона установлен прямой запрет на использование и распространение неопубликованной информации комиссионерами (т.е. членами Комиссии по срочной биржевой торговле США (далее — Комиссия), которая является государственным органом по регулированию срочного рыка США), работниками Комиссии, а также членами руководства и наемными работниками бирж и членами зарегистрированных саморегулируемых организаций. Работники и члены органов управления бирж и саморегулируемых организаций не вправе осуществлять операции на срочном рынке на основе инсайдерской информации, а также передавать такую информацию третьим лицам.

Так, любое лицо будет считаться совершившим фелонию, если оно, являясь наемным работником, членом правления, членом любого комитета биржи, членом срочной биржи или зарегистрированной фьючерсной ассоциации, в нарушение нормативных актов Комиссии по его собственному счету или по счету другого лица проводило операции по контрактам с поставкой в будущем на основе любой существенной неопубликованной информации, полученной посредством специального доступа, связанного с исполнением служебных обязанностей; или преднамеренно и осознанно раскрыло указанную информацию третьим лицам для любых целей, несовместимых с осуществляемыми им служебными обязанностями.

Такое преступление наказывается тюремным заключением на срок до 5 лет либо штрафом до 500 тыс. долл. и взысканием дохода, полученного от инсайдерской торговли (раскрытия существенной неопубликованной информации). Возможно также и одновременное применение указанных наказаний. Кроме того, виновный должен возместить издержки, связанные с его уголовным преследованием.

Комиссионерам и работникам Комиссии также запрещено использовать и распространять инсайдерскую информацию. В противном случае такие действия признаются фелонией и наказываются штрафом до 500 тыс. долл. и/или тюремным заключением на срок до 5 лет. Кроме того, виновные возвращают все полученные от запрещенной деятельности доходы и возмещают издержки по проведению расследования и судебного разбирательства.

Уголовно наказуемыми признаются действия любого из Комиссионеров или наемных работников Комиссии, имеющих благодаря своей работе или должностному положению доступ к инсайдерской информации, когда указанные лица используют инсайдерскую информацию, чтобы помочь другому лицу прямо или через посредника принимать участие:

- ✓ в операциях с фьючерсными контрактами;
- ✓ в любой другой сделке, которая в торговых кругах характеризуется как опцион, привилегия, гарантия, предложение цены, пут, колл, гарантия роста или гарантия падения;
- ✓ любой операции по поставке любого товара в соответствии со стандартизированным контрактом, всеобще известным в торговых кругах как маржинальный счет, маржинальный контракт, леверидж-счет, леверидж-контракт;
- ✓ на основе любого другого контракта, счета, соглашения, схемы или любой другой модели, которую Комиссия определяет как выполняющую функции срочного стандартного контракта/осуществляемую

способом, похожим на способ организации торговли на рынке срочных стандартных контрактов.

Закон также устанавливает ответственность лиц, получающих информацию от вышеперечисленных инсайдеров и использующих ее в своих целях. Так, в соответствии со статьёй 13 Закона, любое лицо может быть подвергнуто уголовному преследованию и наказанию в виде штрафа до 1 млн. долл. в случае, если оно является юридическим лицом, и до 500 тыс. долл., если оно является физическим лицом, а также тюремному заключению на срок до 5 лет, если оно осуществляло торговлю на срочном рынке на основе инсайдерской информации, полученной от инсайдеров в Комиссии, а также инсайдеров на бирже или в Национальной фьючерсной ассоциации. Противозаконными признаются действия лица, преднамеренно и осознанно осуществляющего торговлю (по собственному счету или по счету другого лица) фьючерсными контрактами или опционами на основе существенной неопубликованной информации, которую данное лицо получило от наемного работника, члена правления, члена любого комитета биржи, срочной биржи или члена зарегистрированной фьючерсной ассоциации; либо получившего инсайдерскую информацию от комиссионеров или наемных работников Комиссии и использующего эту информацию для совершения операций с фьючерсными контрактами, либо любой другой сделки, которая в торговых кругах характеризуется как опцион, привилегия, гарантия, предложение цен, пут, колл, гарантия роста или гарантия падения; или для совершения операции по поставке любого товара в соответствии со стандартизированным контрактом, всеобще известным в торговых кругах как маржинальный счет, маржинальный контракт, леверидж-счет, леверидж-контракт, или для совершения операции на основе любого другого контракта, счета, соглашения, схемы, или любой другой модели, которую Комиссия определяет как выполняющую функции срочного стандартно-

го контракта/осуществляемую способом, похожим на способ организации торговли на рынке срочных стандартных контрактов.

4. Правовое регулирование инсайдерской деятельности в странах Европейского союза.

Инсайдерская торговля на рынках ценных бумаг стран Европейского союза, ровно, как и в США, рассматриваемая как правонарушение, увеличивает рыночную волатильность, но, несмотря на это, она всё же получила широкое распространение по всему миру, в том числе - в Индии, Китае, России, Венесуэле и Мексике. Такие данные опубликованы в исследовании, подготовленном и проведённым Международным валютным фондом (МВФ). Джулан Ду, профессор Китайского университета Гонг-Конга, и Шанг-Дзин Вэй, советник Департамента исследований МВФ, получили эти данные в результате анализа инсайдерской деятельности в 50 странах мира[18].

Согласно данному исследованию, законодательство, регулирующее инсайдерскую деятельность, в США и Евросоюзе является самым жестким. Понятие «инсайдер» в юрисдикциях этих стран весьма расширено и распространяется на большой круг лиц, в то время как в иных странах это понятие более узкое, или вообще отсутствует (как, например, в настоящий момент в России).

4.1. Экономико-правовые основы инсайдерской деятельности в Евросоюзе.

Перед тем как непосредственно обратиться к наиболее важным положениям законодательства Евросоюза, с нашей точки зрения, необходимо рассмотреть природу и сопутствующие экономико-правовые теории инсайдерской деятельности. Инсайдерскую деятельность в боль-

[18] *Julan Du, Shang-Jin Wei*. Does Insider Trading Raise Market Volatility?' International Monetary Fund, 2003. http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0351.pdf.

шинстве случаев достаточно нелегко выявить или идентифицировать как таковую. Покупатели и продавцы, торгующие на официальном рынке ценных бумаг зарегистрированных эмитентов, заключают сделки анонимно и случайно. Следовательно, если одна из сторон сделки получает преимущества в виде обладания инсайдерской информацией, то в этом случае вовсе не очевидно, какой именно контрагент станет ее жертвой. Кроме того, наиболее предусмотрительные пользователи инсайдерской информации могут попытаться скрыть свои операции путём обмена ей с другими инсайдерами для того, чтобы использовать только ту информацию, которая не может быть связана непосредственно с их должностным положением либо профессией. Более того, они могут использовать иностранных посредников.

Важно отметить, что законодательному запрету на инсайдерскую деятельность во многих странах Евросоюза предшествовали долгие дискуссии о достоинствах такого запрета. Нередко превалировали аргументы из экономической теории, отмечающей, что инсайдерская деятельность влияет на действительную стоимость рыночных инструментов, поскольку цены будут формироваться при такой ситуации, когда каждому известна ценообразующая («*price-sensitive*») информация.

Другими словами, благотворный эффект будет наблюдаться до тех пор, пока инсайдерская информация не будет раскрыта, так как в этот период она способствует снижению цен (если несет в себе негативные новости об эмитенте), или, наоборот, приводит к их росту, если новости положительны. В связи с этим аутсайдеры — лица, не владеющие инсайдерской информацией, платят меньше при покупке и получают больше при продаже, если только инсайдеры воздерживаются от совершения сделок. Очевидно на наш взгляд и то, что контрагенты аутсайдеров будут менее удовлетворены от совершения сделок, в которых не использовалась инсайдерская информация.

В том случае если инвесторы заинтересованы в решении вопроса о применении или неприменении инсайдерской информации, станет ясно, что последующие сделки будут менее прибыльными. Как следствие, им придется меньше платить за ценные бумаги[19]. Комиссия Европейских Сообществ, оценивая влияние инсайдерской деятельности на бизнес, отмечает, что брокеры воздерживаются от совершения сделок и отказываются выполнять приказы клиентов, если первые обоснованно полагают, что сделка будет основана на инсайдерской информации или образовывает состав рыночного манипулирования. Подобное воздержание может привести к негативным последствиям в отношении доходов брокеров в краткосрочном периоде, однако в среднесрочной перспективе доверие, появившееся у инвесторов в результате такого поведения брокеров, непременно окажет благотворное влияние на рынок в целом[20].

С правовой точки зрения рассмотрение инсайдерской деятельности в качестве незаконной обусловлено защитой эмитента. Использование информации, принадлежащей компании, в личных целях рассматривается как противоречащее закону нарушение фидуциарных обязанностей инсайдеров перед компанией[21]. Впрочем, в настоящее время главной целью, определяемой современным законодательством Европейского союза, касательно правового регулирования инсайдерской торговли, является всесторонняя защита рынка, на котором котируются ценные бумаги. С другой стороны, какими бы строгими и жёсткими ни были запреты, злоупотребления останутся до тех пор, пока инсайдерская информация не будет раскрыта. Поэтому очень важно, чтобы эмитент своевременно информировал обо всех существенных фактах своей деятельности третьих

[19] *Hartmut Schmidt*. Insider Regulation and Economic Theory, In: Hopt and Wymeersch, o.c. P. 21—38.
[20] Proposal for a directive on insider dealing and market manipulation (market abuse) presented by the Commission on 30 May 2001. Official Journal of the European Communities (OJ) C 240 E, 28.08.2001. P. 265.
[21] *Alain Viandier*. The legal Theory of Insider Regulation in Europe, In: Hopt and Wy-meersch, o.c. P. 58.

лиц, способных оказать значительное влияние на котировки финансовых инструментов[22].

4.2. Исторический аспект правового регулирования инсайдерских сделок на рынке ценных бумаг в странах Евросоюза.

Началом правового регулирование инсайдерской деятельности в Евросоюзе считаются 80-ые года XX века. До этого времени данный феномен не требовал регулирования в силу своей крайней нераспространённости. В связи с этим страны — участники Евросоюза включились в законодательный процесс по данному вопросу гораздо позже США, где законодательство об инсайдерской деятельности возникло ещё в начале XX века[23]. За исключением Франции, регулирование в странах-членах ЕС осуществлялось самими участниками фондового рынка (так называемое «*self-regulation*»). Однако этого было недостаточно, так как данные правила распространялись только на лиц, их признающих, — директоров, работников и иных лиц, вступающих в договорные отношения с компанией (то есть первичные инсайдеры). Вторичные же инсайдеры (так называемые «получившие совет» — «*tippees*»), получившие инсайдерскую информацию от первичных инсайдеров, не считались связанными правилами, установленными саморегулируемыми организациями фондового рынка. Вместе с тем полномочия последних были существенно ограничены в связи с тем, что они не являлись органами государственной власти.

Традиционно Комиссия Европейских Сообществ уделяла большое внимание вопросам образования единого рынка капитала, и в частности фондового рынка. В 1977г. была опубликована рекомендация странам-участникам Европейского союза, касающаяся сделок с ликвидными («*transferable*») ценными бумагами, согласно которой, одним из сущест-

[22] 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.
[23] *Joseph T. McLaughlin* and *Margaret A. Helen MacFarlane*. In: Emmanual Gaillard (ed.), Insider Trading, The Laws of Europe, the United States and Japan, Deventer/Boston, 1992. P. 285.

венных принципов был провозглашен запрет злоупотребления ценообразующей информацией. В ней указывалось на то, что первичные инсайдеры обязаны были воздерживаться как от сделок с такой информацией, так и от ее передачи («*tippin»*) третьим лицам[24]. Однако сколько-нибудь ощутимого эффекта данные рекомендации не принесли[25].

Дальнейшее развитие ситуации не заставило себя долго ждать, и уже в 1989г. была принята Директива 89/592/*EEC* об инсайдерской деятельности[26], в которой делался акцент на важность совершения законных операций на рынке ликвидных ценных бумаг. В связи с высокой степенью конфиденциальности на рынке ценных бумаг необходимо, чтобы инвесторы имели равные возможности («*equal footing»*) и надежную защиту от злоупотреблений инсайдерской информацией. Данная директива установила запрет как на инсайдерскую деятельность как таковую, так и на её передачу широкому кругу лиц. Также она устанавливала образование соответствующего государственного органа по надзору, определила сотрудничество этих органов государств-участников ЕС, а также регламентировала наказания за невыполнение норм Директивы.

Директива 89/592/EEC определила инсайдерскую информацию как ценообразующую информацию, ценную саму по себе (с тем, чтобы отличать ее от слухов, какой-либо ценностью не обладающих), относящуюся как к эмитенту, так и к самим ценным бумагам. В статье 1(1) данной Директивы установлено: «инсайдерская информация означает информацию, публично не раскрытую, обладающую известной ценностью, относящуюся к одному или нескольким эмитентам ликвидных ценных бумаг либо к одной или нескольким таким ценным бумагам, которая в случае раскрытия непременно окажет значительное влияние на котировки ценных бумаг».

---

[24] Commission Recommendation of 15 July 1977, 77/534 EEC, OJ 1977, L 212/37 and L 294/28, Supplementary principle 9.

[25] *Klaus J. Hopt.* The European Insider Dealing Directive, In: Hopt and Wymeersch, o.c. P. 131—132.

[26] Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing, OJ L 334, 18.11.1989. P. 0030—0032.

Директива также потребовала от государств-участников Евросоюза запретить получать выгоду от приобретения либо владения ценными бумагами для широкого круга лиц (первичных инсайдеров), которым такая информация известна[27]. Перечень первичных инсайдеров включал директоров, материнские компании (чьи дочерние общества включены в котировальный список фондовых бирж), дочерние общества (имеющие долю участия в материнских компаниях), банкиров и аудиторов. Более того, данный запрет распространялся на вторичных и даже на третичных инсайдеров, т. е. лиц, осознающих, что полученная прямо или косвенно информация от первичных инсайдеров является инсайдерской (ст. 4 Директивы). Причём для всех вышеуказанных лиц запрет распространялся на любые сделки, осуществляемые профессиональным посредником. Первичным инсайдерам запрещалось распространять такую информацию («*tipping*») третьим лицам, до тех пор, пока она не будет раскрыта в установленном нормативными актами порядке. Также запрещалось предоставлять рекомендации и прогнозы («*procuring*») третьим лицам в виде инсайдерской информации для совершения последними операций с ценными бумагами (ст. 3 Директивы). Важно отметить и тот факт, что запрет на «*tipping*» и рекомендации не распространялся Директивой на вторичных и третичных инсайдеров. Поэтому в законодательстве некоторых государств-участников ЕС были приняты более жесткие правила, с тем, чтобы устранить указанный пробел в правовом регулировании.

В директиве было также указано, какие именно лица и операции не являются субъектами и объектами указанных запретов. К ним относятся, например, обладающие инсайдерской информацией посредники в сделках, выполняющие поручения клиентов на приобретение или размещение ценных бумаг. Операции с ценными бумагами, направленными на стабилизацию курса акций нового выпуска либо дополнительной эмис-

[27] Judgment of the Court (Sixth Chamber) of 3 May 2001. Criminal proceedings against Jean Verdonck, Ronald Everaert and Edith de Baedts. Reference for a preliminary ruling: Rechtbank van eerste aanleg te Gent - Belgium. Case C-28/99. European Court reports 2001. P. I-03399.

сии, также не рассматривались как злоупотребление инсайдерской информацией. Более того, устанавливалось, что приобретение акций с целью обеспечения существенного интереса в делах эмитента не являлось инсайдерской деятельностью, даже если при этом использовалась инсайдерская информация. В случае поглощения гарантией инвесторам выступала обязанность эмитента по соответствующему раскрытию информации.

Таким образом, как уже отмечалось выше, государство-участник ЕС могло устанавливать в национальном законодательстве положения более жесткие по сравнению с теми, что имели место быть в Директиве (ст. 6). Европейский Суд Справедливости (далее — Суд) по конкретному делу указал, что в случае коллизии норм национального законодательства норме ст. 6 Директивы при замене отдельных лиц из правового регулирования более жесткими нормами национального законодательства национальный суд обязан не применять нормы последнего в отношении указанных лиц, на которых при отсутствии национального регулирования распространялись бы общие нормы Директивы. В соответствии со ст. 181 закона Бельгии от 4 декабря 1990г. «О финансовых сделках и финансовых рынках» к инсайдерской информации не относится информация, используемая холдингами в связи с деятельностью по управлению дочерними и зависимыми обществами, кроме той, которая подлежит в соответствии с законодательством обязательному раскрытию. Суд указал, что холдинги обоснованно исключены из числа субъектов указанных запретов, поскольку при фактическом осуществлении контроля над своими обществами невозможно не обладать конфиденциальной информацией, без которой управление не представляется возможным[28].

[28] Judgment of the Court (Sixth Chamber) of 3 May 2001. Criminal proceedings against Jean Verdonck, Ronald Everaert and Edith de Baedts. Reference for a preliminary ruling: Rechtbank van eerste aanleg te Gent - Belgium. Case C-28/99. European Court reports 2001. P. I-03399.

4.3. Современное правовое регулирование инсайдерской деятельности в Евросоюзе.

В настоящее время рынки ликвидных ценных бумаг играют все более важную роль в Евросоюзе как для отдельных финансовых компаний, так и для экономики в целом. Стоимость ценных бумаг является фактором, определяющим развитие рынка кредитов. В свою очередь, высокий рост капиталов обусловлен эффективностью и прозрачностью финансовых рынков. Таким образом, устойчивый рост финансовых рынков и рост доверия инвесторов на этих рынках обуславливают экономическое благосостояние в Евросоюзе. Злоупотребления на рынке («*market abuse»*) не только никак не способствуют росту стоимости самих компаний, а наоборот причиняют вред единству финансовых рынков и влекут за собой утрату доверия инвесторов к операциям с ценными бумагами и деривативами.

Злоупотребления на рынке возникают в условиях, когда инвесторы прямо или косвенно лишаются преимуществ из-за лиц:

- которые используют публично не раскрытую информацию для себя или третьих лиц;

- которые нарушают механизм ценообразования финансовых инструментов;

- которые распространяют заведомо ложную информацию.

Такое поведение подрывает принцип обеспечения равных возможностей для всех инвесторов по ряду направлений, в частности:

- по условиям доступа к информации. Инсайдеры обладают конфиденциальной информацией. Сделки, совершенные с использованием такой информации, причиняют экономический вред и убытки аутсайдерам;
- по условиям ценообразования. Честные цены — это результат анализа инвесторами публично раскрытой информации. Цены же в условиях манипуляций инсайда создают преимущества исключи-

тельно для самих манипуляторов и инсайдеров, и в то же время приносят колоссальный ущерб всем остальным инвесторам;

- по условиям происхождения опубликованной информации. Распространенная заведомо ложная информация может ввести инвесторов в заблуждение.

Существуют два вида злоупотребления на рынке: инсайдерская деятельность и рыночное манипулирование («*market manipulation*»). Прежняя Директива об инсайдерской деятельности 89/592/EEC была принята более 10 лет назад. Со времени ее принятия в Европейском законодательстве о финансовых рынках произошли значительные изменения, в связи с чем целесообразным представляется приведение Директивы в соответствие с современной ситуацией на европейских финансовых рынках или вовсе её отменена с принятием нового правового акта. К 2001г. стало очевидно, что существующее Европейское законодательство о едином рынке недостаточно полно, так как:

- на общеевропейском уровне отсутствовали общие положения о запрете рыночного манипулирования. Директива 89/592/EEC ограничивалась запретом на злоупотребления инсайдерской информации;
- на уровне государств — членов Евросоюза существовало огромное число норм о злоупотреблениях на рынке. Законодательные требования различались в разных, а в законодательстве некоторых стран и вовсе отсутствовали нормы о запрете рыночного манипулирования. Более того, не всегда было ясно, на кого возложены обязанности по надзору за такой деятельностью.

Следует также отметить, что в это время стали появляться новые продукты и технологии, резко возросло количество деривативов, все большее число участников появилось на рынках, бурными темпами развивалась трансграничная торговля ценными бумагами. Эти инновации позволили расширить круг способов и возможностей для рыночного ма-

нипулирования. К примеру, появление сети Интернет в качестве массового средства обмена информацией увеличило риск распространения заведомо ложной информации[29].

В связи с этим с целью обеспечения безопасности единого Европейского финансового рынка 28 января 2003г. была принята новая Директива 2003/6/ЕС «Об инсайдерской деятельности и рыночном манипулировании (злоупотреблениях на рынке)»[30], основной которой явились унификация национальных законодательств, уточнение понятия инсайдерской деятельности, появление понятия рыночного манипулирования, а также уточнение требований по раскрытию информации[31].

Во исполнение Директивы 2003/6/ЕС в Евросоюзе были приняты также иные нормативные акты, в частности Директива 2003/124/ЕС23 и Директива 2003/125/ЕС24 от 22 декабря 2003г., постановление Комиссии № 2273/200325 от 22 декабря 2003г. и Директива 2004/72/ЕС26 от 29 апреля 2004г.

В Директиве 2003/6/ЕС даётся определение инсайдерской информации, под которой понимается публично нераскрытая информация, обладающая известной ценностью и относящаяся 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 (п. 1 ст. 1). Также в этой Директиве даётся определение рыночного манипулирования, означающего:

- сделки, либо поручения на их совершение, содержащие заведомо ложную информацию о стоимости финансовых инструментов или обеспечивающие искусственное манипулирование ценами на финансовые инструменты лицом, либо группой лиц, являющиеся та-

[29] Proposal for a directive on insider dealing and market manipulation (market abuse) presented by the Commission on 30 May 2001. OJ C 240 E, 28.08.2001. P. 265.
[30] Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) OJ L 096, 12.04.2003. P. 0016—0025.
[31] Opinion of the Economic and Social Committee on ‘Insider dealing and market manipulation (market abuse)’ on 17.01.2002. OJ C 80, 03.04.2002. P. 61.

ковыми до тех пор, пока данные лица, участвующие в сделке или отдающие поручения, не докажут, что они действовали на законных основаниях в соответствии с обычаями делового оборота («*market practices*»);

- сделки, либо поручения на их совершение, содержащие фиктивные средства либо обман;
- распространение лицом заведомо ложной информации, в том числе слухов и вымышленных новостей, через СМИ, Интернет, если лицо знало или должно было знать о том, что публикуемая им информация является заведомо ложной.

Сфера применения Директивы 2003/6/ЕС была расширена посредством замены объекта правового регулирования на более широкий, а именно, - ликвидные ценные бумаги заменялись на финансовые инструменты. Таким образом, инсайдерская информация не ограничивается отныне информацией о ценных бумагах эмитента, но включает в себя соответствующие деривативы.

Как уже отмечалось нами ранее, использование инсайдерской информации состоит в приобретении или распоряжении финансовыми инструментами лицом, знавшим или обязанным знать, что такая информация относится к инсайдерской. К кругу лиц, ответственных за злоупотребление инсайдерской информацией, согласно статье 2 Директивы 2003/6/ЕС, относится:

- членство в органе управления или надзора эмитента;

- участие в уставном капитале эмитента;

- доступ к инсайдерской информации в связи с должностным положением или профессией;

- осуществление уголовно-наказуемой деятельности.

В случае если таким лицом становится юридические лицо, то к ответственности также привлекаются физические лица, в силу своего

должностного положения, принимающие решения в данном юридическом лице (п. 2 ст. 2).

Во исполнение Директивы 2003/6/ЕС Директива 2004/72/ЕС определяет категорию лиц, осуществляющих управленческие функции эмитента. К ним относятся:

- члены органа управления или надзора эмитента;

- высшие должностные лиц, не указанные в п. 1, имеющие прямой или опосредованный доступ на постоянной основе к инсайдерской информации эмитента и наделенные властными полномочиями по принятию стратегических решений эмитента.

Директива 2004/72/ЕС также обязывает, чтобы сведения о лицах, имеющих доступ к инсайдерской информации, раскрывались в специальных инсайдерских списках, к которым в обязательном порядке предъявляются требования по их регулярному обновлению и публичной доступности в течении 5 лет с даты составления, либо обновления (ст. 5). Все сделки лиц, осуществляющих управленческие функции эмитента, подлежат обязательному надзору со стороны компетентного органа государства-члена Евросоюза, за исключением сделок, стоимость которых, не превышает 5000 евро на конец года (ст. 6).

Однако существуют и исключения из правил. В частности, к инсайдерской деятельности не относится использование инсайдерской информации о компании при определении цены предложения для целей поглощения последней, слияния с ней, либо установления иной формы контроля (п. 29 преамбулы Директивы 2003/6/ЕС). Действие данной Директивы также не распространяется на круг операций, совершаемых с целью осуществления денежной, валютной политики и политики по управлению государственным долгом государством-членом ЕС, Европейской системой Центральных банков, национальным Центральным банком, либо иным уполномоченным на то органом или лицом. Также государства-члены ЕС вправе распространить данное положение на свои

субъекты федерации и подобные местные образования в части управления местным долгом (статья 7).

Согласно п. 36 Преамбулы в каждом государстве-члене Европейского союза должен быть образован единый компетентный орган, приоритетной целью которого является осуществление надзора за исполнением положений Директивы 2003/6/ЕС, а также осуществление международного сотрудничества.

Статья 12 наделяет данный уполномоченный орган широкими надзорными и следственными полномочиями, в частности:

- иметь доступ и получать копии любого документа эмитента в любой форме (как в электронной форме, так и на бумажных носителях);
- требовать информацию и в случае необходимости допрашивать любого лица, включая лиц, осуществляющих передачу требований клиента на совершение операций на рынке ценных бумаг или сами эти операции, а также их клиентов;
- осуществлять выездные проверки;
- требовать сведения о совершенных телефонных разговорах и иных случаях передачи информации (к таким документам можно отнести совершенных разговоров с абонентами по телефону, отправленные факсовые и телексовые сообщения, сообщения по электронной почте);
- налагать мораторий на определенный вид деятельности, запрещенный Директивой.

Указанные полномочия могут осуществляться как единолично, так и в сотрудничестве с иными органами или участниками рынка, могут быть делегированы последним, а также судом.

Статья 6 Директивы 2003/6/ЕС касается раскрытия информации и указывает на то, что государства — члены Европейского союза в обязательном порядке должны обеспечить соблюдение требования по немед-

ленному раскрытию инсайдерской информации эмитентами. В частности, необходимо, чтобы эмитент в определенный срок раскрывал такую информацию на своей странице в сети Интернет. Эмитент или уполномоченное им лицо, сообщившее инсайдерскую информацию третьему лицу в порядке своей трудовой или служебной деятельности, обязано раскрыть такую информацию публично немедленно, если оно действовало намеренно и — в разумный срок, если оно действовало без умысла. Данные правила не распространяются на лиц, получивших такую информацию в связи с исполнением должностных и иных фидуциарных обязанностей, возникших из закона, подзаконных актов, локальных актов или договора. Также Директива 2003/125/ЕС требует от государств-членов Евросоюза обеспечить гарантию раскрытия лицами, предлагающими рекомендации и прогнозы относительно стоимости финансовых инструментов, всех связей и отношений, свидетельствующих о конфликте интересов и могущих ослабить объективность данных рекомендаций (ст. 5). В случае распространения рекомендаций и прогнозов, полученных от третьих лиц, лицо обязано указать источник своей осведомленности (ст. 7). Если информация, полученная от третьих лиц, претерпела изменения, данное обстоятельство также должно быть сообщено. При нескольких изменениях направления рекомендации (например, «покупать» на «держать» или «продавать», или наоборот) положения данной Директивы распространяются на лиц, как явившихся источником такой рекомендации («*producers*»), так и ее распространивших («*disseminators*») (ст. 8).

С нашей точки зрения, положения законодательства стран - участников Евросоюза об инсайдерской деятельности непременно должны быть приведены в соответствие с положениями всех рассмотренных выше директив Европейского союза, в связи с тем, что только практика их применения в каждой отдельной стране покажет их юридическую состоятельность.

Резюмируя вышеизложенное, можно сделать вывод, что система регулирования деятельности инсайдеров в международной практике обычно включает в себя следующие элементы:

- немедленное раскрытие информации лицом касательно того, что он стал инсайдером в силу покупки определённой доли акционерного капитала (например, в США – более 10% акций компании);
- раскрытие в установленные сроки лицами, которые являются инсайдерами в силу своего должностного положения или иных связей с эмитентом, сведений о наличии у них ценных бумаг своей компании и о любых сделках, совершённых с этими ценными бумагами (направление отчётов в государственный орган, регулирующий рынок ценных бумаг);
- запрет на использование первичными и вторичными инсайдерами внутренней информации при совершении сделок как за свой счёт, так и в интересах третьего лица;
- запрет на передачу инсайдерской информации третьим лицам, а также запрещение рекомендовать совершать сделки с ценными бумагами своей компании;
- запрещение инсайдерами совершать любые сделки, с которыми связаны наиболее острые формы спекуляции (например, продажа на срок без покрытия имеющимися ценными бумагами);
- право эмитента требовать прибыль инсайдера от купли-продажи ценных бумаг эмитента, если она получена в течении срока, не превышающего 6 месяцев (именно в эти временные рамки умещается короткая спекуляция, основанная на знании инсайдерской информации);
- административные санкции, штрафы и тюремное заключение (США, Великобритания, Германия);

- надзор, который обычно осуществляется государственным органом, регулирующим рынок ценных бумаг той или иной страны (например, в США – Комиссией по ценным бумагам, в Германии - Федеральное ведомство по контролю над финансовой деятельностью). При этом надзор включает в себя текущий контроль за рынком, права по изъятию информации и ведению административных расследований, санкции и, при необходимости, инициирование уголовного преследования.

Таким образом, анализ зарубежного законодательства свидетельствует о том, что меры ответственности, предусмотренные за торговлю с использованием инсайдерской информации, заметно различаются в разных странах. И на данный момент самое суровое наказание предусматривается именно на родине антиинсайдерского законодательства – в США, где за его нарушение, как уже отмечалось ранее, можно получить 10 лет тюремного заключения с выплатой практически неограниченных компенсаций. Самое же мягкое наказание предусмотрено в Японии – всего 6 месяцев тюремного заключения (и/или штраф). Однако в большинстве стран максимальное наказание за нарушение антиинсайдерского законодательства составляет 5 лет тюремного заключения и/или штраф.

Тем не менее, наличие действующего антиинсайдерского законодательства в той или иной стране – это только полпути к решению данной проблемы. Самым важным здесь является его претворение в жизнь. Проведённый анализ международной практики регулирования сделок с использованием инсайдерской информации позволяет нам утверждать, что именно Соединённые Штаты Америки являются страной, где существуют не только самые жёсткие правовые нормы в отношении инсайдеров, но и здесь, кроме того, органы надзора и регулирования чаще, чем где бы то ни было, реализуют эти правовые нормы, применяя их на практике. Дайджест Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC

NEWS DIGEST) изобилует примерами нарушений антиинсайдерского законодательства, попавших в поле зрения Комиссии и по которым правонарушители понесли наказание разной степени тяжести.

Глава III. Проблема регулирования сделок с использованием инсайдерской информации на рынке ценных бумаг России.

1. Проблемы формирования нормативной базы в сфере антиинсайдерского регулирования.

Основная нормативно-правовая база, регулирующая финансовый рынок в Российской Федерации, включает в себя как ряд основополагающих федеральных законов[32], так и комплекс нормативно-правовых актов Центрального банка РФ, ФКЦБ России и других органов государственного регулирования, регламентирующих запросы валютной торговли, эмиссии ценных бумаг и порядка осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Однако, несмотря на это, практика функционирования финансового рынка показывает, что нормативно-правовая база финансового рынка России нуждается в совершенствовании. Глобальную проблему представляет собой недобросовестная рыночная практика, связанная с использованием инсайдерской информации – негативная черта, перенятая российскими участниками финансового рынка у зарубежных профессионалов наряду с некоторыми положительными. И в этой области наше законодательство, в отличие от законодательства ряда зарубежных стран, к сожалению, сильно отстаёт от жизни.

Инсайдерские сделки в России, равно как и за рубежом, преследуют одну единственную цель – извлечение материальной и/или иной выгоды путём использования незаконных способов торговли на рынке ценных бумаг. Регулирование этих вопросов (выявление недобросовестных сделок и установление наказания за них) должно осуществляться едиными методами. Однако, несмотря на это, в России процесс формирования нормативно-правовой базы для регулирования утечки инсайдерской информации и распространения инсайдерской торговли находится на

[32] Федеральный закон от 22 апреля 1996г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»; Федеральный закон от 26 декабря 1995г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах»; Федеральный закон от 20 июля 1998г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»; Федеральный закон от 5 марта 1999г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»; Федеральный закон от 23 июня 1999г. №117-ФЗ «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг».

начальном этапе. До сих пор не принят Федеральный закон «Об инсайдерской информации», отсутствует регулирование на уровне подзаконных актов, а также какая-либо судебная практика и практика федерального органа исполнительной власти, уполномоченного в области рынка ценных бумаг, по делам об административных правонарушениях[33].

Проект Федерального закона «Об инсайдерской информации» был внесён в Государственную думу ещё в октябре 2000г., однако до настоящего момента соответствующего закона так и не было принято. Слова депутата Государственной думы Владимира Тарачёва, произнесенные 6 лет назад, не теряют своей актуальности и сегодня, - «складывается ощущение, что такая ситуация кое-кого очень устраивает. Это мы почувствовали при продвижении законопроекта»[34].

Рассматривая противоречия и сложности, сопряжённые с принятием данного закона, с нашей точки зрения, следует начать с концепции данного закона, которая, в принципе, достаточно проста и понятна. Закон содержит два концептуальных положения. Первое - определения ключевых понятий. Таких определений три: инсайдерская информация, инсайдер и предмет регулирования закона. Второе концептуальное положение – это запреты инсайдерам, главный из которых – запрещение использовать инсайдерскую информацию при совершении сделок с ценными бумагами.

Очевидно, что ключевым определением в законе является определение инсайдерской информации, которое полностью соответствует международной практике и является общепринятым. Однако критики проекта предлагали авторам закона взять за основу понятие «инсайдер» и просто описать процедуру контроля за ограниченным кругом инсайдеров. С этим абсолютно не согласен Владимир Тарачев, - один из соавторов закона. Ведь кроме инсайдерской информации существует ещё не-

[33] Составлено на основе ст.15.21 Кодекса РФ об административных правонарушениях.
[34] Тарачёв В. Чтобы остановить инсайдера, достаточно просто написать о нём (интервью) //Рынок ценных бумаг. №12, 2001.

сколько видов информации, доступ к которой ограничен в силу закона, например служебная информация или коммерческая тайна. По сути, предлагая стартовать с определения инсайдеров, критики закона просто хотят определить некоторый узкий круг должностных лиц, обладающих в силу своего положения служебной, а не инсайдерской, информацией. Далее предлагается вводить нормы о недопущении использования такой информации в личных целях. В результате, во-первых, происходит подмена понятий, а во-вторых, нормы, запрещающие использовать служебную информацию, уже есть в большом числе законов (о бухучёте, о ЦБ, об АО, о рынке ценных бумаг и др.), а вот пользы от них никакой.

Другой серьёзной претензией к рассматриваемому законопроекту является расширение понятия «рынок ценных бумаг» до понятия «срочный рынок». Выше нами были рассмотрены первые два определения закона, которые отвечают на вопросы: «что?» (инсайдерская информация) и «кто?» (инсайдер). Однако третье определение тоже является очень важным и отвечает на вопрос «где?». Вроде бы речь идёт о рынке ценных бумаг, но это не совсем так. В международной практике правовые нормы, касающиеся регулирования инсайдерской торговли, распространяются на любые финансовые инструменты, торгуемые на бирже, к которым относятся не только сами ценные бумаги, но также фьючерсы и опционы на них, другие деривативы, индексные контракты в отношении указанных ценных бумаг.

Искусственное сужение объекта регулирования закона только до эмиссионных ценных бумаг обеднило бы его содержание. Мировой опыт свидетельствует о том, что наиболее распространены операции, позволяющие нарушителям получить максимальную прибыль. Например, зачастую инсайдеры проводят операции одновременно с акциями и с опционами на акции.

Именно здесь и кроется проблема, так как в силу особенностей российского законодательства фьючерсные и опционные контракты, ба-

зовым активом которых являются ценные бумаги, определены как инструменты срочного рынка. Фьючерсы и опционы в нашей стране независимо ни от чего попадают под самостоятельное регулирование. В связи с этим в законе прямо сказано, что его действие распространяется не только на инсайдеров, действующих на рынке акций и облигаций, но и на тех, которые оперируют на срочном рынке, на рынке стандартных контрактов. При этом необходимо проводить совместный анализ сразу всех рынков, для чего в закон специально и введено расширенное определение рынка ценных бумаг.

Также существует мнение, что проект закона в нынешней редакции «поощряет стукачей». Действительно, проект предусматривает возможность выплаты вознаграждения лицам, оказавшим помощь регулирующему органу в раскрытии преступлений с использованием инсайдерской информации. Это лицо получает вознаграждение, которое выплачивается из штрафа, наложенного на нарушителя Федеральной службой налоговой полиции. По сообщению немецкой комиссии BaFin каждое третье расследование в Германии проводится именно по такой наводке.

Помимо того, с целью выявления сделок, совершённых с использованием инсайдерской информации на рынке ценных бумаг, регулирующий орган вправе создавать системы мониторинга организаторов торговли на рынке ценных бумаг, в том числе автоматизированные системы слежения за состоянием рынка, информационно-аналитические системы и базы личных данных.

Также представляется, что с принятием закона инсайдеры не рискнут заключать сделки со своими ценными бумагами. Однако надо понимать, что с принятием закона «Об инсайдерской информации» нет стопроцентной гарантии того, что инсайдерская торговля раз и навсегда прекратится. В самом начале процесса разработки данного законопроекта в Думе созывались так называемые круглые столы с немецкими экспертами по инсайду. Поражает тот факт, что немецкие профучастники,

не стесняясь, каялись в своих ошибках. Например, представители Дрезднер-банка констатировали, что в период принятия немецкого закона об инсайде, они сомневались и выступали против. Но вскоре после приятия закона немецкий рынок вырос четырёхкратно, и сейчас они говорят, что сильно ошибались касательно данного закона. Примерно в такой же ситуации оказались и наши участники рынка сегодня. Чтобы снять все их опасения, было предложено дополнить законопроект нормой о моратории на меры ответственности, который означает, в свою очередь, что на протяжении двух лет с момента принятия закона все меры административной и уголовной ответственности в отношении инсайдеров применяться не будут. Планируется, что за это время регулятор и рынок смогут наработать необходимую практику; в этот двухлетний период по окончании инсайдерского расследования будет просто публиковаться информация о лицах, допустивших нарушение закона, что само по себе будет уже серьёзным наказанием для участников рынка (впрочем, как и в мировой практике), ударом по их профессиональной репутации.

В то же время закон предусматривает своеобразную помощь инсайдерам – возможность получения «алиби». Установлен специальный режим раскрытия информации о сделках, совершённых инсайдерами. Последние, в свою очередь, обязаны сообщать о сделках, совершённых с ценными бумагами, в отношении которых может иметь место обладание инсайдерской информацией, в течение пяти дней с момента совершения такой сделки.

Таким образом, основной целью закона является не просто ликвидация всех инсайдеров или перевод их в разряд аутсайдеров, а достижение максимальной прозрачности и чистоты национального рынка ценных бумаг, что, как следствие, в ближайшем будущем должно повысить к нему интерес со стороны потенциальных инвесторов.

2. Типичные примеры инсайдерских сделок в России и перспективы принятия закона об инсайдерской информации в разрезе сложившейся ситуации на фондовом рынке России.

На протяжении последних нескольких лет проблема осуществления торговли на основе инсайдерской информации на рынке ценных бумаг России стала ощущаться наиболее остро. Инсайд – есть величина постоянная: он всегда был, есть и будет, но это отнюдь не повод для паники. Сегодня использование инсайдерской информации стало уже обычной практикой для отечественного рынка. На российском рынке с его небольшими объёмами и скачками цен инсайд может резко обострить ситуацию на торгах. Негативный эффект инсайдерской информации заключается ещё и в том, что она отпугивает потенциальных участников рынка.

Если посмотреть, кто сейчас играет на российской фондовой бирже, то это, во-первых, иностранные инвесторы и спекулянты, действующие, как правило, через посредство российских фирм. Недаром банковские каникулы в США - мертвый сезон на российской бирже. Во-вторых, - это крупные российские компании, решающие собственные стратегические задачи. Например, "Газпром" и "Базовый элемент" (последний через посредников) активно скупали акции РАО "ЕЭС", готовясь к продаже генерирующих мощностей компании. В-третьих, средние и мелкие российские игроки. В-четвертых, госслужащие.

Именно четвертая группа - это спекулянты в квадрате. На бирже чиновники монетизируют свое служебное положение и, прежде всего, - доступ к инсайдерской информации. Этот вид бизнеса имеет давнюю (в масштабе 15 лет) историю. Пышный расцвет инсайдерского бизнеса пришелся на годы, непосредственно предшествовавшие августовскому кризису 1998 года. Тогда, в пору невероятно быстро растущих процентов по ГКО при жестком удержании курса рубля в валютном коридоре, все было к услугам чиновников, и в первую очередь минфиновцев, распола-

гавших графиком погашения различных выпусков ГКО. Тогда дело дошло до того, что неоднократно бывший министром финансов и вице-премьером Борис Федоров в своей книге "10 безумных лет" не делает никакой тайны из того, что лично играл на рынке ГКО.

Практически весь 2004 год российский фондовый рынок просто лихорадило от новостей, связанных с ЮКОСом. После очередного высказывания высокопоставленных чиновников (не важно, будь то прокуратура или администрация президента) акции этой компании постоянно то резко взлетали вверх, то стремительно падали вниз, увлекая за собой и без того неустойчивый рынок. При этом, однако, каждому такому взлёту или падению предшествовало некое опережающее движение на рынке, которое свидетельствовало, в свою очередь, о невероятной проницательности отдельных игроков или же, что более вероятно, об использовании ими инсайдерской информации.

Как уже отмечалось выше, масштабы и последствия использования инсайдерской информации в России просто потрясают. И это сейчас. А в 90-ые годы ситуация была и того куда более серьёзная. Достаточно вспомнить игры с ГКО и ОФЗ, когда государство занималось, по сути, тем же самым, что и печально известное «МММ». Причём наиболее азартные игроки, в частности ЗАО «Монтес Аури», созданное лицами, близкими к Анатолию Чубайсу, по опубликованным данным, благополучно избавились от госбумаг как раз накануне дефолта, не иначе как при помощи невероятной проницательности и собственной интуиции.

Сильный общественный резонанс проблема утечки инсайдерской информации приобрела в связи с присвоением России инвестиционных рейтингов международными агентствами Moody’s в середине октября 2003 года и S&P в конце января 2004 года. В первом случае за час до новости о присвоении рейтинга начался значительный рост российских еврооблигаций. Во втором же случае – российские биржи и европейские фондовые площадки охватил небывалый ажиотажный спрос на отечест-

венные ценные бумаги примерно за полчаса до радостного события. И если в первом случае скандал не получил достаточно широкой огласки (так как рынок российских евробондов находится вне юрисдикции отечественного регулятора), то в случае с присвоением рейтинга S&P инсайд проявил себя во всей своей силе. При этом изменение цены в ту или иную сторону даже на 1—2% позволяет обладателям инсайдерской информации в считанные минуты получить колоссальный доход. Представители Moody's и S&P сообщили тогда, что источник утечки стоит поискать в правительстве, так как перед присвоением рейтинга агентства обязаны его проинформировать.

Характерной чертой российского рынка ценных бумаг является ещё то, что, в отличие от США, здесь рыночные механизмы всё чаще подменяются политическими манипуляциями в виде «государственного инсайда». Особенно наглядно это можно проследить в ситуации с акциями ЮКОСа. Аресты руководителей, неосторожные высказывания госчиновников относительно судьбы компании и последующие за ними скачки вверх или вниз акций свидетельствуют о классическом манипулировании инсайдерской информацией.

Именно «дело ЮКОСа» стало для многих стратегических инвесторов сигналом к уходу с рынка. А неосторожные заявления чиновников о существовании так называемых «чёрных списков», в свою очередь, перекрыли многим игрокам рынка доступ к межбанковским кредитам. В результате чего облигации, особенно высокодоходные бумаги компаний второго-третьего эшелонов, уходили за бесценок.

И сегодня уже мало кто сомневается в том, что финансовые рынки России принадлежат спекулянтам, а основной движущей силой рынка являются уже не фундаментальные показатели компаний или экономики в целом, а слухи и инсайдерская информация.

Как мы уже отмечали, в России уже давно обсуждается вопрос о необходимости принятия закона об инсайдерской информации участни-

ками рынка. Законопроект уже существует, но всё никак не получит окончательного одобрения. Острота проблемы инсайдерской торговли в 2006г. стала особенно заметной. Масштабы явления начинают влиять на макроэкономическую ситуацию. Задача — максимально ограничить инсайд. По нашему мнению, уже давно пора прекратить все споры о том, принимать или не принимать закон, так как пока мы будем спорить, чиновники уводят рынок каждую пятницу на несколько пунктов в ту или иную сторону.

Однако нестандартное поведение российского фондового рынка (точнее, его профучастников) непосредственно перед присвоением нашей стране нового долгосрочного рейтинга S&P запустило механизм борьбы с инсайдерами. 28 января 2004г., на следующий день после присвоения рейтинга S&P, сопровождавшегося явной утечкой информации, Национальная лига управляющих (НЛУ), Национальная фондовая ассоциация (НФА) и Профессиональный институт размещения и обращения фондовых инструментов (ПРОФИ) обратились с письмом к председателю российского правительства Михаилу Касьянову и спикеру Госдумы Борису Грызлову, требуя рассмотреть закон об инсайдерской информации, чтобы создать законодательную базу для борьбы с этим злом. Ассоциация по защите прав инвесторов также направила письмо на имя премьера, в котором содержалась просьба поручить расследование фактов использования инсайдерской информации всем органам исполнительной власти вплоть до силовых ведомств.

Данной ситуацией, а именно, - недовольством и активностью профучастников, воспользовалась Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ), развернувшая деятельность по продвижению имевшегося на тот момент законопроекта об инсайдерской деятельности в Госдуме. С нашей точки зрения, время было самое подходящее, и закон действительно мог бы быть запущен для обсуждения в первом чтении, как вдруг, спустя несколько дней, с резким обращением против его рассмотрения

выступила Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР).

Мнения саморегулируемых организаций по вопросу о необходимости скорейшего разрешения вопроса об инсайде разделились. Разность позиций объяснялась разностью отношений к объему полномочий, которым наделялся, согласно законопроекту, регулятор. Жесткость позиции НАУФОР отражала категорическое несогласие значительной части профучастников с заметным усилением полномочий ФКЦБ под предлогом борьбы с инсайдом.

Недоверие и опасения профучастников по отношению к регулятору были таковы, что они отказывались идти даже на традиционный компромисс, выражавшийся в поддержке законопроекта в первом чтении. (Как известно, основная работа над содержательной частью закона происходит в ходе его подготовки ко второму чтению.) Риск сохранения неизменными погрешностей первоначального варианта, учитывая лоббистские возможности федеральной комиссии, был слишком велик, и потому профучастники решили задействовать весь арсенал доступных им средств, чтобы воспрепятствовать прохождению закона вообще.

С позицией НАУФОР в определенной мере были солидарны и влиятельные силы в самой Госдуме, в частности глава профильного комитета Владислав Резник и глава комитета по собственности Виктор Плескачевский. Неизвестно, во что бы это противостояние вылилось, если бы не начавшаяся вскоре административная реформа, которая упразднила комиссию и отправила в отставку ее руководителя.

Основные претензии к законопроекту об инсайде, подготовленному группой депутатов, состояли, как мы уже выяснили ранее, в следующем: во-первых, определение инсайдерской информации было неточным и неполным. Таким образом, круг лиц, которых можно было привлечь к ответственности, становился почти неограниченным. Во-вторых, регулятор в борьбе с инсайдом наделялся чересчур широкими полномочиями,

комиссию даже обвиняли в том, что она покушается на право заниматься оперативно-розыскной деятельностью. Обладая такими полномочиями, регулятор при желании мог фактически безнаказанно сводить счеты с неугодными ему лицами и компаниями. Очевидно, что закон в таком виде не прошел.

Неоднократно указывал на проблему инсайда и убитый недавно зампред Центробанка Андрей Козлов. В частности, комментируя падение ключевого индекса российской фондовой биржи РТС, Козлов заявил, что оно было вызвано в значительной части утечкой инсайдерской информации. Отчасти бурный рост и падение российских фондовых индексов вызваны экономическими причинами, но существенная часть - это инсайд-трейдинг, отметил он тогда. Сейчас ни для кого не секрет, что многие чиновники зарабатывают баснословные деньги, используя служебную информацию и свои полномочия. Особенно этим грешат представители силовых ведомств, которые, зная о предстоящих мерах в отношении той или иной компании, придерживают эту информацию от общественной огласки.

В свою очередь, работа законодателей над проблемой инсайда была осложнена и рядом обстоятельств объективного свойства. Дело в том, что юридически доказать факт использования инсайдерской информации в нашей правовой системе безумно сложно. Презумпция невиновности в административном и уголовном праве делает это почти фантастической задачей, так как инсайд не оставляет “следов”.

И если антиинсайдерское законодательство других стран (например, Англии и США) может прижать к стенке инсайдера с помощью предположения, что “в такой ситуации вероятность использования инсайда очень велика”, в нашей системе (и европейской тоже) это пока невозможно. “Докажи!” — потребует явный инсайдер и выйдет сухим из воды. Поэтому, когда сторонники немедленного принятия закона ссылаются на то, что такой закон действует во всех цивилизованных странах,

их оппоненты, предпочитающие не торопиться, обращают внимание на “успехи” Европейского сообщества, где за последние 15 лет лишь одно дело было доведено до суда.

Впрочем, правоведы не унывают и полагают, что за инсайд можно призвать к ответу через гражданское право, где есть презумпция вины, что заметно изменяет распределение бремени доказывания и увеличивает вероятность привлечения виновного лица к ответственности. В свое время глава правового управления НАУФОР Екатерина Макеева предлагала основной упор сделать не на административную (как того хотелось регулятору), а на гражданско-правовую ответственность, так как именно этот вид ответственности в большей степени соответствует интересам инвесторов. Это они больше всего страдают при совершении сделок с использованием инсайда, а не госорган, в доход которого поступают штрафы, наложенные в результате административного производства.

Здесь, кстати, таится ловушка для законодателей, которые изучают опыт борьбы с инсайдом в других странах. Следует чётко осознавать, что механический перенос их достижений в нашу реальность может дать совершенно противоположный результат. В свою очередь, зарубежные эксперты охотно делятся результатами своей практики, и здесь нельзя не отметить деятельность самого преданного “куратора” законопроекта, госкомиссара Франкфуртской биржи Клауса-Дитера Беннера. Опасность состоит в том, что административные санкции в виде крупных штрафов, часто практикуемые на Западе, могут в руках наших недобросовестных чиновников превратиться просто в средство монополизации фондового рынка.

В принципе, с оптимизмом смотрит на будущее закона глава ФСФР Олег Вьюгин, полагая, что в течение мая 2007г. все разногласия будут сняты и законопроект будет согласован. Учитывая его дружеские отношения с министрами экономического блока в нынешнем кабинете и достаточно твердую поддержку премьера Михаила Фрадкова, серьезных

препятствий со стороны правительства не должно возникнуть. В конце концов, с необходимостью принять этот закон согласилось в своё время даже правительство Михаила Касьянова, неоднократно представлявшее отрицательные отзывы на законопроект.

Скорее всего, лавры инициатора останутся за депутатами, но для благополучного прохождения законопроекта это и непринципиально. Важно то, что госорганы будут заниматься расследованиями использования инсайда (без которого не обходится ни один случай манипулирования на фондовом рынке) не из добрых побуждений, а по обязанности и в порядке, строго оговоренном в законе. И от их неудобных вопросов ни отечественным бизнесменам, ни их западным коллегам (например, в офшорах) так легко не отмахнуться. Разумеется, инсайдерская торговля на следующий день после принятия закона не прекратится и, может быть, даже не сразу уменьшится, но процветать в особо циничной форме, как сегодня, уже не будет.

Закон должен быть принят, и он будет принят, - это несомненно. Однако, - когда? Это уже вопрос времени. А пока на российском фондовом рынке процветают так называемые недобросовестные практики торговли, - инсайд и манипулирование, - две стороны одной медали. И ни к чему хорошему это, естественно, не приведёт. Вся история с разгромом ЮКОСа подозрительно обросла слухами об инсайде: котировки попавшей "под раздачу" компании падали раньше, чем широкой общественности становилось известно о новых выемках и арестах. После чего ряд крупных западных игроков ушли с нашего фондового рынка, посчитав его шулерским. И это не единичный случай. По подсчетам экспертов, на российском финансовом рынке более 100 тысяч активных профессиональных участников, из которых около 10%[35] используют инсайдерскую информацию. И закона об инсайде до сих пор нет. Наверное, в обществе

[35]по материалам агентства РБК.

есть достаточно влиятельные силы, которые ставить крест на инсайде не хотят.

Заключение.

В заключение данной дипломной работы нам бы хотелось подвести итоги вышесказанного и сделать основные выводы.

С нашей точки зрения, для решения проблемы инсайда в России одних законов мало – должен сформироваться некий менталитет. Например, на Западе использование инсайдерской информации считается тяжелым уголовным преступлением, за которое получают большие сроки (максимальное наказание предусмотрено законодательством США – от 10 до 25 лет тюремного заключения). Поэтому там люди реально боятся заниматься этим. В России к этому относятся как к чему-то малозначимому. Многие участники рынка гордятся тем, что имеют доступ к инсайдерской информации. Поэтому, как нам кажется, должно пройти много лет, пока в России выработается менталитет неприятия подобной практики и отношения к ней как к чему-то противозаконному.

На данный момент торговля инсайдом в России вне закона, но, как свидетельствует мировая практика, ужесточение ответственности за это преступление должно идти параллельно с развитием самого финансового рынка. Тогда на скорости выводов о том, как повлияет на рынок то или иное событие, будут делаться чистые деньги. Ведь глупо обвинять Ротшильда, сделавшего капитал на ставках на Лондонской бирже, в которых он первым учел последствия битвы при Ватерлоо, в инсайде.

В настоящее время достоверно установить факт незаконной передачи информации крайне трудно: когда информация передана устно, никаких доказательств этого, как правило, не существует. Ситуацию усугубляет также отсутствие законодательной базы для полноценного проведения расследований об инсайде. Штрафы за подобное нарушение смехотворны, они просто несопоставимы с потенциальным выигрышем (на использовании инсайдерской информации в считанные часы зарабатываются сотни миллионов долларов). Лидерство в антиинсайдерских нормах принадлежит США, где, как уже отмечалось ранее, установлены

самые жёсткие санкции в отношении инсайдеров, кроме того, именно в США эти санкции реализуются на практике чаще и эффективнее, чем в какой-либо другой стране. Следует отметить и тот факт, что в урегулировании вопроса, касающегося торговли с использованием инсайдерской информации, большую роль играют и саморегулируемые организации. К таковым, например, относятся, - Американская фондовая биржа, Нью-Йоркская фондовая биржа, Национальная ассоциация фондовых дилеров. Эти организации широко применяют статистические модели, позволяющие выявить незаконные операции по ценным бумагам, какие-либо отклонения курсов акций от сложившегося тренда на рынке, а также они помогают выявить общую тенденцию развития рыночной конъюнктуры и установить, какие именно факторы привели к её нарушению. Помимо этого, в настоящее время члены органов госнадзора и всевозможные неправительственные институты обладают большим количеством постоянно обновляемых баз данных, куда занесены имена тех, кто хоть раз подозревался в разглашении служебной информации, или осуществления сделок на её основе, так что за ним теперь ведётся особое наблюдение.

Однако, несмотря на столь жёсткий контроль, даже в США инсайд продолжает существовать, так как соблазн использовать «закрытую», непубличную информацию в своих целях очень велик. Ведь мы можем сколь угодно много принимать законов о запрете совершения сделок на рынке ценных бумаг с использованием инсайдерской информации, а человеческий фактор всегда был и будет существовать. Конечно, чем продуманней и серьёзней будет наказание, тем меньше будет совершаться такого рода правонарушений. Человек лишний раз остановится и подумает, а действительно ли ему надо «калечить» свою жизнь и репутацию ради денег, которых никогда не бывает много. Задача государства состоит лишь в том, чтобы минимизировать недобросовестные практики на рынке ценных бумаг, в том числе, и посредством тщательно разработанной и продуманной нормативно-правовой базы. Ведь абсолютно унич-

тожить, искоренить инсайд всё равно не удастся. Он был, есть и будет существовать всегда. Жёсткий контроль над ситуацией, своевременное обнаружение инсайдерских сделок, и неотвратимое наказание за них – вот то, к чему мы должны стремиться.

Законопроект, регулирующий инсайдерскую торговлю в России – существенный шаг на пути решения проблемы утечки инсайдерской информации и её несанкционированного использования, и он (закон) непременно должен быть в России. Так, например, в Германии уже более десяти лет назад был принят запрет на использование инсайдерской информации при совершении сделок с ценными бумагами. Это увеличило приток иностранного капитала на немецкий фондовый рынок. В начале 70-х годов совершенствование инсайдерского законодательства в Швейцарии открыло фондовый рынок этой страны для американских инвестиционных фондов, что также привело к существенному росту объемов и котировок данного рынка.

Отечественное же законодательство не содержит даже соответствующей терминологии. Однако понятиями «инсайдер», «инсайдерская информация» оперирую повсеместно. Информация на финансовых рынках стоит огромных денег, поэтому инсайд превращается в серьезное искушение. Если Вы раньше других узнали негативную информацию о той или иной компании, у Вас есть время оперативно продать ее акции и не проиграть на падении котировок, когда завтра продавать начнут все. А если Вы узнали о компании что-то хорошее, что неизбежно завтра поднимет цену ее акций, можно прикупить их по сегодняшней цене, а завтра перепродать значительно дороже.

Сегодня государственные чиновники или менеджеры самих компаний повсеместно продают за взятки биржевым игрокам закрытую информацию. И это уже никого не шокирует, это стало нормой российского рынка. Так что не стоит удивляться и отсутствию стратегических инвесторов на нашем рынке.

В работе нами были рассмотрены основные понятия, определения, раскрыта концепция закона об инсайдерской информации в России, а также мы акцентировали внимание на «узких местах», недоработках и пробелах законопроекта, которых, как оказалось, немало, и которые ещё предстоит урегулировать и решить законотворцам. В принципе, глобальную проблему представляет нормативно-правовая база финансового рынка России в целом, которая нуждается в совершенствовании и серьёзной коррекции.

Однако, как выяснилось в ходе продвижения данного законопроекта, кого-то из чиновников ситуация с оставлением инсайда в России вне закона как можно дольше очень устраивает, и поэтому с его принятием особо не торопятся, то и дело отправляя его на доработку, и критикуя каждую фразу.

С нашей точки зрения абсолютно правильным кажется шаг законодателей на дополнение закона нормой о моратории на меры ответственности. Это должно помочь регулятору наработать необходимую практику в сфере антиинсайдерского регулирования, а также немного присмирить и образумить инсайдеров, ведь в течении всего этого двухлетнего периода информация о лицах, преступивших закон об инсайдерской информации, будет публиковаться повсеместно, что послужит серьёзным и вполне справедливым наказанием для них самих.

Таким образом, нам остаётся лишь надеяться, что принятие Федерального закона «Об инсайдерской информации» будет способствовать не просто устранению всех имеющихся на данный момент инсайдеров или переводу их в разряд аутсайдеров, а приведёт к достижению максимальной прозрачности и чистоты национального рынка ценных бумаг, что, несомненно, повысит к нему интерес со стороны как иностранных, так и российских инвесторов.

Закон «Об инсайдерской информации» должен восстановить справедливость ценообразования на российском фондовом рынке, убрать

с него спекулянтов, и сделать основной движущей силой рынка не слухи и инсайдерскую информацию, а фундаментальные показатели компаний и экономики в целом, способные объективно отражать складывающуюся на рынке ситуацию.

Список литературы

1. Гражданский Кодекс Российской Федерации.
2. Кодекс РФ об административных правонарушениях.
3. Уголовный Кодекс Российской Федерации.
4. Проект Федерального закона «Об инсайдерской информации».
5. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы (утв. Распоряжением Правительства РФ от 1 июня 2006).
6. Федеральный закон «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг» от 23 июня 1999. №117-ФЗ.
7. Федеральный Закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» №46-ФЗ от 5 марта 1999.
8. Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ от 22 апреля 1996.
9. Федеральный Закон «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995. №208-ФЗ.
10. Федеральный Закон «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 20 июля 1998. № 136-ФЗ.
11. Азимова Л. «Недобросовестная рыночная практика на финансовых рынках»// «Право и экономика» №9, 2001.
12. «Использование инсайдерской информации на рынке ценных бумаг»// Кредит Russia «Аналитический бюллетень рейтинговой службы EA – Ratings, стратегического партнёра Standard&Poor’s» №13 (16), июль 2000.
13. Киселёва И. «Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США" //журнал «Рынок ценных бумаг" №9 (11), 2004.
14. Киселёва И. «Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США" //журнал «Рынок ценных бумаг" №10 (12), 2004.

15. Киселёва И. «Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США" //журнал «Рынок ценных бумаг" №11 (13), 2004.
16. Киселёва О. «Кто на что влияет, тот тем и торгует. Есть ли шанс на принятие закона об инсайдерской информации» //Политический журнал. №4 (55), 07 февраля 2005.
17. Миркин Я.М., лекции по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг». Основы деятельности брокерско-дилерских компаний-инвестиционных банков. Москва, 2006.
18. Оверченко М. «Заговор инвестбанкиров раскрыт»//газета «Ведомости» №38, 5 марта 2007.
19. Потапов А. «Осторожно – инсайд!»// «Валютный спекулянт», октябрь 2004.
20. Рубцов Б.Б. «Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования». – М.: ИНФРА-М, 1996.
21. Рубцов Б.Б. «Инсайдерская торговля и её регулирование», из раздаточных материалов к лекциям Миркина Я.М.
22. Рубцов Б.Б. «Современные фондовые рынки», М., 2007.
23. Силонов А. «Инсайд и BenQ»//газета «Ведомости» №45, 15 марта 2007.
24. Тарачёв В. Чтобы остановить инсайдера, достаточно просто написать о нём (интервью) //Рынок ценных бумаг. №12, 2001.
25. Шаповалов А. «Использование информации об инсайдерских сделках в процессе принятия инвестиционных решений на фондовом рынке»// журнал «Рынок ценных бумаг" №17 (320), 2006.
26. Эрроу К. «Информация и экономическое поведение»// «Вопросы экономики» №5, 1995.
27. «Эффективный рынок капитала. Экономический либерализм и государственное регулирование»// В двух томах: Москва, Наука, 2004, Том 2.

28. Alain Viandier. «The legal Theory of Insider Regulation in Europe», In: Hopt and Wy-meersch, o.c.
29. Commission Recommendation of 15 July 1977, 77/534 EEC, OJ 1977, L 212/37 and L 294/28, Supplementary principle 9.
30. Council Directive 89/592 coordinating regulations on insider dealing, dd. 13.11.89. http://europe.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1989/en_389L0592.html.
31. Judgment of the Court (Sixth Chamber) of 3 May 2001. Criminal proceedings against Jean Verdonck, Ronald Everaert and Edith de Baedts. Reference for a preliminary ruling: Rechtbank van eerste aanleg te Gent - Belgium. Case C-28/99. European Court reports 2001.
32. Julan Du, Shang-Jin Wei. Does Insider Trading Raise Market Volatility?' International Monetary Fund, 2003. http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0351.pdf.
33. Hartmut Schmidt. «Insider Regulation and Economic Theory», In: Hopt and Wymeersch, o.c.
34. Klaus J. Hopt. The European Insider Dealing Directive, In: Hopt and Wymeersch, o.c.
35. Opinion of the Economic and Social Committee on 'Insider dealing and market manipulation (market abuse)' on 17.01.2002. OJ C 80, 03.04.2002.
36. Proposal for a directive on insider dealing and market manipulation (market abuse) presented by the Commission on 30 May 2001. Official Journal of the European Communities (OJ) C 240 E, 28.08.2001.
37. SEC «Insider Trading: Information on Bounties», http://www.sec.gov/enforce/insider.htm.
38. Securities Exchange Act of 1934, http://www.law.uc.edu/CCL/sldtoc.html.

Приложение 1.

ЗАКОНОПРОЕКТ

Об инсайдерской информации.

Статья 1. **Цели настоящего Федерального закона**

Целями настоящего Федерального закона являются обеспечение установленного порядка функционирования рынка ценных бумаг и ценообразования на рынке ценных бумаг, защиты прав и законных интересов лиц, совершающих сделки с ценными бумагами, и контроля за деятельностью инсайдеров на рынке ценных бумаг на основе установления ограничений на пользование и распоряжение инсайдерской информацией и ответственности за нарушение таких ограничений.

Статья 2. **Предмет и сфера применения настоящего Федерального закона**

1. Настоящим Федеральным законом устанавливаются:

- запрет на совершение сделок с использованием инсайдерской информации, а также на незаконную передачу инсайдерской информации третьим лицам;
- порядок раскрытия инсайдерской информации на рынке ценных бумаг и информации о сделках инсайдеров с ценными бумагами;
- специальные требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг и иным лицам с целью недопущения незаконного пользования и распоряжения инсайдерской информацией;
- полномочия федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг по проведению расследований случаев незаконного пользования и распоряжения инсайдерской информацией и по осуществлению мониторинга за совершением сделок на рынке ценных бумаг с целью выявления незаконного распоряжения и пользования инсайдерской информацией;
- полномочия саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг по осуществлению контроля за их членами и определению собственных стандартов в области контроля за инсайдерами;

- меры гражданской и административной ответственности за нарушение положений настоящего Федерального закона;
- иные меры по защите прав и законных интересов лиц, совершающих сделки на рынке ценных бумаг.

2. Настоящий Федеральный закон применяется к отношениям, связанным с совершением сделок с ценными бумагами, обращение которых осуществляется с участием организаторов торговли на рынке ценных бумаг, а также с теми ценными бумагами, в отношении которых эмитентом принято решение об организации их обращения с участием организатора торговли на рынке ценных бумаг. Настоящий Федеральный закон применяется также к отношениям, возникающим при совершении уполномоченными государственными органами или Центральным банком Российской Федерации с государственными ценными бумагами или ценными бумагами Центрального банка Российской Федерации, за исключением сделок, совершаемых в целях реализации государственной денежно-кредитной политики и управления государственным долгом Российской Федерации.

3. Настоящий Федеральный закон не применяется к отношениям, возникающим в связи с совершением сделок с ценными бумагами, обращение которых осуществляется без участия организаторов торговли на рынке ценных бумаг, а также в связи с обращением депозитных и сберегательных сертификатов кредитных организаций, чеков, векселей, двойных и простых складских свидетельств.

Статья 3. **Основные понятия, используемые в настоящем Федеральном законе**

В настоящем Федеральном законе используются следующие понятия:

- рынок ценных бумаг сфера обращения ценных бумаг российских и иностранных эмитентов на территории Российской Федерации, включая операции со стандартными контрактами и совершение срочных сделок, базовым активом которых являются ценные бумаги;

- инсайдерская информация любая информация об эмиссионных ценных бумагах и сделках с ними, а также об эмитенте этих ценных бумаг и осуществляемой им деятельности, не известная третьим лицам, раскрытие которой может оказать существенное влияние на рыночную цену этих ценных бумаг;
- инсайдер лицо, которое имеет доступ к инсайдерской информации в силу участия в уставном (складочном, паевом) капитале (фонде) эмитента или его аффилированного лица, членства в органах управления эмитента или его аффилированного лица, заключенного с эмитентом или его аффилированным лицом трудового договора (контракта) или гражданско-правового договора, предоставленных ему полномочий как должностному лицу органа государственной власти, государственного учреждения или органа местного самоуправления.

В целях настоящего Федерального закона понятия эмитент, профессиональный участник рынка ценных бумаг, организатор торговли на рынке ценных бумаг, саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг используются в соответствии с определениями, содержащимися в законодательстве Российской Федерации о рынке ценных бумаг.

Статья 4. **Инсайдерская информация**

1. К инсайдерской информации относится информация, составляющая коммерческую тайну в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации, а также информация, подлежащая раскрытию в соответствии с законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумаг, до момента ее раскрытия.

2. Конфиденциальная информация, незаконно раскрытая или опубликованная в средствах массовой информации, не является инсайдерской информацией.

3. Сведения, содержащие оценку стоимости ценных бумаг и/или оценку имущественного положения эмитента, произведенную на основе общедоступной информации, не относятся к инсайдерской информации.

Статья 5. **Ограничения на распоряжение и использование инсайдерской информации**

1. Инсайдеры, а также их аффилированные лица не вправе:

- совершать сделки с ценными бумагами, в том числе срочные сделки, с использованием инсайдерской информации в своих интересах или в интересах третьих лиц;
- передавать третьим лицам или делать доступной для третьих лиц инсайдерскую информацию или основанную на ней информацию, за исключением случаев, предусмотренных законом;
- давать третьим лицам рекомендации о совершении сделок с ценными бумагами, основанные на инсайдерской информации.

2. Положения пункта 1 настоящей статьи распространяются также на лиц, не являющихся инсайдерами, которым стала известна инсайдерская информация.

Статья 6. **Информация о сделках инсайдеров**

1. Инсайдеры обязаны уведомлять федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг о совершаемых ими сделках с ценными бумагами, к инсайдерской информации о которых или об эмитенте которых они имеют доступ, а также опубликовывать информацию о таких сделках не позднее пяти дней с момента их совершения. Указанная информация может быть раскрыта организатором торговли, с участием которого осуществляется обращение ценных бумаг.

2. Информация, указанная в пункте 1 настоящей статьи, должна содержать сведения о сторонах, предмете, цене и других условиях сделки в объеме, устанавливаемом федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Статья 7. **Раскрытие инсайдерской информации**

1. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, которому стала известна инсайдерская информация, в течение пяти дней обязан раскрыть эту информацию в порядке, установленном законодательством Российской Фе-

дерации о рынке ценных бумаг, за исключением конфиденциальной информации, которая в соответствии с законодательством Российской Федерации не может быть раскрыта.

2. Эмитент в течение пяти дней обязан раскрыть в порядке, установленном законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумаг, информацию, касающуюся сферы его деятельности и не являющуюся общедоступной, если эта информация в связи с последствиями для имущественного и финансового положения эмитента способна оказать существенное влияние на стоимость его ценных бумаг. Эмитент также обязан сообщить такую информацию организатору торговли на рынке ценных бумаг, с участием которого осуществляется обращение ценных бумаг эмитента.

Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг вправе освободить эмитента от обязанности раскрывать эту информацию в случае, если ее раскрытие может нанести ущерб эмитенту.

В случае нарушения эмитентом положений настоящего пункта он не несет ответственность перед третьими лицами по возмещению возникающих вследствие этого убытков.

Статья 8. **Контроль за сделками на рынке ценных бумаг**

1. Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг осуществляет контроль за ценами и объемами сделок с ценными бумагами, в том числе срочных сделок, а также сделок со стандартными контрактами на ценные бумаги, в порядке устанавливаемом федеральными законами и иными нормативными актами.

2. Для выявления сделок с использованием инсайдерской информации на рынке ценных бумаг федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг вправе создавать и использовать системы мониторинга рынка ценных бумаг, в том числе автоматизированные системы слежения за состоянием рынка ценных бумаг, информационно-аналитические системы и базы персональных данных.

Статья 9. **Расследования в отношении инсайдеров**

1. При наличии сведений о совершении сделок с использованием инсайдерской информации федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг имеет право на проведение расследования в отношении инсайдеров с целью проверки этих сведений.

В процессе проведения расследования федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг вправе требовать от профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые совершили такую сделку или способствовали ее совершению за свой счет или за счет других лиц, предоставления данных о:

- цене сделки;
- категории и типе ценных бумаг, являющихся предметом сделки;
- наименовании эмитента ценных бумаг;
- клиенте профессионального участника рынка ценных бумаг, который или за счет которого совершена сделка;
- лицах, обязанных по указанной сделке;
- лицах, в интересах которых совершена указанная сделка.

Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг вправе потребовать предоставления всех документов по сделке, в отношении которой имеются сведения о том, что она совершена с использованием инсайдерской информации.

2. Если данные, предусмотренные пунктом 1 настоящей статьи, свидетельствуют об использовании инсайдерской информации с нарушением требований настоящего Федерального закона, федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг вправе требовать от профессионального участника рынка ценных бумаг предоставления информации о сделках с ценными бумагами, совершенных за последние шесть месяцев клиентом или за счет клиента этого профессионального участника рынка ценных бумаг, который или за счет которого совершена сделка, указанная в пункте 1 настоящей статьи.

Уполномоченные должностные лица федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг вправе провести выездную проверку профессионального участника рынка ценных бумаг, допустившего совершение сделки с ценными бумагами с использованием инсайдерской информации.

3. При наличии данных, свидетельствующих о незаконном распоряжении или пользовании инсайдерской информацией, федеральный орган исполнительной власти вправе требовать от эмитента этих ценных бумаг предоставления информации о лицах, являющихся инсайдерами.

4. Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг вправе осуществлять сбор и хранение персональных данных о лицах, подозреваемых в незаконном использовании инсайдерской информации. Эти данные должны быть уничтожены, по факту завершения расследования — в случае если в ходе расследования сведения о незаконном распоряжении или использовании инсайдерской информации не были подтверждены, либо при подтверждении судом невиновности подозреваемого лица.

Информацию о незаконном пользовании или распоряжении инсайдерской информацией, содержащих признаки преступления, федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг по завершении расследования в отношении инсайдеров передает следственным органам.

5. Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг вправе выплачивать вознаграждение в размере до 10% от суммы взысканного штрафа лицам, предоставившим сведения о совершении сделок с использованием инсайдерской информации или оказавшим ему помощь в расследовании. Вознаграждение выплачивается из средств, полученных от уплаты штрафа, наложенного на лицо, допустившее правонарушение.

Статья 10. **Полномочия саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг по контролю за сделками с использованием инсайдерской информации**

1. Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг (далее саморегулируемая организация) вправе:

- получать информацию о результатах расследований, проводимых федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг в отношении ее членов;
- разрабатывать в соответствии с настоящим Федеральным законом требования к своим членам, позволяющие исключить совершение сделок с использованием инсайдерской информации и возникновение конфликта интересов;
- контролировать соблюдение своими членами установленных настоящим Федеральным законом запретов на пользование и распоряжение инсайдерской информацией и устанавливать санкции за их нарушение, а также за несвоевременное раскрытие инсайдерской информации в соответствии с настоящим Федеральным законом.

2. Правила профессиональной этики членов саморегулируемой организации должны предусматривать сохранение конфиденциальности информации, ставшей известной ее членам в связи с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Член саморегулируемой организации обязан принять все возможные меры, которые исключают возможность передачи инсайдерской информации его сотрудниками третьим лицам, а также использование этой информации для заключения сделок.

Статья 11. **Специальные требования в отношении профессиональных участников рынка ценных бумаг**

1. Профессиональный участник рынка ценных бумаг должен обеспечить условия, позволяющие предотвратить незаконное распоряжение и использование инсайдерской информацией при совершении сделок с ценными бумагами, принадлежащими его клиентам.

2. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий доверительное управление ценными бумагами, принадлежащими государственным служащим, или участвующий в подготовке и проведении приватиза-

ционных сделок, обязан сообщить федеральному органу исполнительной власти по рынку ценных бумаг о ставших ему известными случаях использования информации, составляющей государственную или служебную тайну, при совершении сделок с ценными бумагами.

Обязательства, определенные договором доверительного управления ценными бумагами, не должны рассматриваться в качестве предпосылки для установления особых отношений с государственным служащим в других сферах взаимодействия, в том числе при предоставлении информации.

3. Профессиональный участник рынка ценных бумаг должен осуществлять предусмотренные договором операции с ценными бумагами по рыночным ценам и не допускать действий, которые могут подорвать естественное ценообразование и дестабилизировать рынок.

4. В структуре юридического лица профессионального участника рынка ценных бумаг должна быть создана служба внутреннего контроля, в компетенцию которой входит осуществление контроля за соответствием профессиональной деятельности требованиям законодательства Российской Федерации о рынке ценных бумаг.

5. Профессиональный участник рынка ценных бумаг обязан разработать и утвердить внутренние документы, определяющие правила внутреннего контроля для разграничения прав доступа и обеспечения конфиденциальности информации, не допускающие возможности использования такой информации в собственных интересах профессионального участника, его служащими и третьими лицами в ущерб интересам его клиентов.

Статья 12. **Специальные требования в отношении инсайдеров физических лиц**

1. В целях предотвращения возникновения конфликтов личных интересов инсайдеров физических лиц при совершении операций с ценными бумагами они должны воздерживаться от:

- от участия в сделке, в которую вовлечены лица или организации, с которыми этот инсайдер или член его семьи имеют личные связи или финансовые интересы;
- использования служебной информации для заключения сделок, а также передачи служебной информации для заключения сделок третьими лицами.

2. В случае, если инсайдер, являющийся сотрудником профессионального участника рынка ценных бумаг, предполагает возможность возникновения конфликта интересов в результате его действий, он обязан информировать об этом службу внутреннего контроля профессионального участника рынка ценных бумаг.

Статья 13. **Служба внутреннего контроля**

1. Контроль за деятельностью сотрудников профессионального участника рынка ценных бумаг осуществляется службой внутреннего контроля. Служба внутреннего контроля проверяет соблюдение сотрудниками профессионального участника рынка ценных бумаг норм законодательства о рынке ценных бумаг, специальных требований, установленных настоящим федеральным законом, служебных инструкций, регулирующих их деятельность и обеспечивающих предотвращение возникновения конфликта интересов и ограничение обмена служебной и конфиденциальной информацией между его сотрудниками и подразделениями, а также законность совершаемых с их участием операций.

2. Порядок деятельности службы внутреннего контроля и ее компетенция определяются положением о службе внутреннего контроля, утверждаемым органами управления профессионального участника рынка ценных бумаг, принимаемым в соответствии с нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

3. Сотрудники службы внутреннего контроля не могут занимать иные должности в органах управления профессионального участника рынка ценных бумаг. Сотрудники службы внутреннего контроля несут ответственность

за добросовестное выполнение возложенных на них обязанностей в порядке, определенном действующим законодательством.

Статья 14. **Ответственность за нарушение настоящего Федерального закона**

1. Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг налагает штрафы на должностных лиц в размере до 100 минимальных размеров оплаты труда, на юридических лиц или индивидуальных предпринимателей в размере до 1 000 минимальных размеров оплаты труда за:

- использование инсайдерской информации для заключения сделок на рынке ценных бумаг в форме, предусмотренной статьей 5 настоящего Федерального закона, если при этом отсутствуют признаки уголовного преступления;
- незаконную передачу третьим лицам инсайдерской информации или основанной на ней информации;
- дачу третьим лицам рекомендаций о совершении сделок с ценными бумагами, основанных на инсайдерской информации;
- неполное или несвоевременное раскрытие инсайдерской информации эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;
- неисполнение инсайдером обязанности по уведомлению (опубликованию) информации о совершенных им сделках с ценными бумагами;
- непредоставление документов должностным лицам федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, проводящим расследование в соответствии со статьей 9 настоящего Федерального закона.

2. Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг налагает штрафы на юридических лиц профессиональных участников рынка ценных бумаг в размере всей суммы прибыли или убытка, которого удалось избежать, в результате совершения сделки с использованием инсайдерской информации за неоднократное совершение сделок с ценными бумагами с использованием инсайдерской информации.

Статья 15. **Возмещение ущерба лицам, пострадавшим от противоправных действий инсайдеров**

Лица, понесшие убытки от незаконного распоряжения и использования инсайдерской информацией, имеют право в судебном порядке требовать их возмещения от инсайдера, допустившего незаконные действия. В случае, если указанные действия допущены лицом, являющимся работником профессионального участника рынка ценных бумаг, субсидиарную ответственность солидарно несут лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа, лицо, возглавляющее службу внутреннего контроля, а также профессиональный участник рынка ценных бумаг.

Статья 16. **Порядок вступления в силу настоящего Федерального закона**

1. Настоящий Федеральный закон вступает в силу со дня его официального опубликования.

2. Предложить Президенту Российской Федерации в течение трех месяцев со дня вступления в силу настоящего Федерального закона привести свои нормативные правовые акты в соответствие с настоящим Федеральным законом.

3. Поручить Правительству Российской Федерации в течение трех месяцев со дня вступления в силу настоящего Федерального закона привести свои нормативные правовые акты в соответствие с настоящим Федеральным законом и принять в соответствии с настоящим Федеральным законом необходимые нормативные правовые акты.

Президент

Российской Федерации

«Данная дипломная работа выполнена мною самостоятельно»

«____»_____2007г. _____