



Вячеслав Югаев

LL.M, юрист, Адвокатское бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

## ИНСАЙД И ИНСАЙДЕРЫ. ОСНОВЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ В РОССИИ И США

В 2010 г. был сделан очередной шаг в становлении российского законодательства в сфере рынка ценных бумаг — принят первый закон, подробно регулирующий деятельность с использованием инсайдерской информации. Несомненно, при разработке документа учитывался опыт ведущих экономических стран. Проанализируем на примере США, насколько новый закон отражает подобный опыт.

Требование раскрыть информацию либо воздержаться от совершения сделок в отношении ценных бумаг — это, безусловно, ограничение свободы экономических отношений. И как любое ограничение в рыночной экономике, оно тоже должно быть разумным — настолько, чтобы не «сдерживать» субъектов больше, чем необходимо для достижения важных государственных целей. А государственные цели в регулировании рынка ценных бумаг сформулированы в ст. 1 нового закона об инсайде. Это:

- обеспечение справедливого ценообразования на финансовые инструменты;
- равенство инвесторов и укрепление доверия инвесторов.

Рассмотрим два основных понятия, используемых в регулировании незакон-

ной инсайдерской торговли, — инсайдерская информация и инсайдер. Правильное определение данных терминов является наиболее сложным этапом в разработке и применении норм об инсайдерской торговле. Также, учитывая, что большинство проблем связаны с торговлей корпоративными ценными бумагами, проведем сравнение законодательства двух систем именно по отношению к акциям.

### ИСТОРИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ В РОССИИ И США

Первым значимым событием в становлении законодательства, запрещающего незаконную инсайдерскую торговлю, было принятие в 1996 г. Федераль-

ного закона «О рынке ценных бумаг»<sup>1</sup> (39-ФЗ). Норма 39-ФЗ, раскрывающая понятие служебной информации, точно отражала суть государственного регулирования в этой сфере. Закон определял служебную информацию как закрытую, которая ставит обладающих ею лиц в неравное положение перед другими участниками рынка ценных бумаг.

Трактовка понятия «инсайдерская информация», которую предлагает 39-ФЗ, могла бы стать одной из лучших, если бы законодатель в этой же статье не ввел формальные ограничения. В законе было сказано, что информация квалифицируется как служебная, только если лицо обладает ею в силу служебного положения, трудовых обязанностей либо договора, заключенного непосредственно с

<sup>1</sup> Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

эмитентом. Тем самым законодатель вывел из-под действия данного закона наиболее распространенные и проблемные случаи «незаконной (в мировой практике) инсайдерской торговли».

Далее регулирование инсайдерской торговли не подвергалось существенному изменению в течение 15 лет, вплоть до выхода в 2010 г. Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»<sup>2</sup> (далее – 224-ФЗ). Появление подробного кодифицированного акта, регулирующего торговлю с использованием инсайдерской информации, является важным и давно назревшим решением.

Что касается США, то до 1942 г. основным оружием в арсенале борьбы с мошенничеством на рынке ценных бумаг была ст. 17 Закона о ценных бумагах 1933 г. Данная статья содержит общую норму об ответственности, запрещая любую продажу ценных бумаг (акций) путем обмана. Норма призвана защитить инвесторов от недобросовестных эмитентов и андеррайтеров при размещении ценных бумаг.

Однако вскоре выяснилось, что продажа акций с использованием подложных сведений – не единственное правонарушение, способное нанести вред интересам инвесторов. Возможны ситуации, в которых обман присутствует не при продаже, а при покупке акций, и здесь ст. 17 оказалась бесполезной.

Представим, что директор корпорации, акции которой находятся в публичном обращении, намеренно распространяет о своей компании пессимистичные сведения. В результате инвесторы на фоне негативных ожиданий начинают избавляться от своих акций, и их цена существенно падает. Некое лицо, по договоренности с которым неблагоприятная информация распространялась, скупает эти акции по низкой цене. Позже выясняется, что все это было ошибкой, фундаментальные показатели компании очень сильны, а прогнозам не суждено сбыться. В итоге цена корректируется, но инвесторы – прежние владельцы – обмануты.

SEC, столкнувшись с подобными случаями обмана инвесторов, приняла Правило 10b-5<sup>3</sup>, запрещающее любому лицу

осуществлять любые мошеннические действия, связанные с любыми ценными бумагами. При этом действия включают как сообщение недостоверной информации, так и сокрытие важных сведений, которые следовало бы обнародовать во избежание их искажения.

Несмотря на всеобъемлющий характер нормы, ее основное применение связано с незаконной торговлей акциями с использованием инсайдерской информации. Данное направление было задано обширной судебной практикой, которая

## Разъяснять ограничения на использование информации следует строго, не допуская расширенного толкования.

непрерывно (хотя и неравномерно) развивалась с 1946 г., когда было рассмотрено первое важное дело<sup>4</sup>.

### ИНСАЙДЕРСКАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Разъяснять ограничения на использование информации следует строго, не допуская расширенного толкования. Попробуем разобраться в том, что является информацией для целей ограничения торговли. Но прежде чем представить целостную картину, необходимо, забегая вперед, сказать, что Закон 224-ФЗ предписывает ФСФР составить «исчерпывающий перечень» инсайдерской информации.

На сайте ФСФР 14 марта 2011 г. был размещен проект приказа об утверждении перечня инсайдерской информации. Данный перечень дублирует положения 39-ФЗ<sup>5</sup>, который содержит список обязательных к раскрытию сведений. Как правило, это крайне важная информация, релиз которой влияет на цену акций, но ее использование редко является составом незаконной торговли акциями. Ведь инсайдерская информация – это, по определению, закрытая информация, а согласно проекту приказа к инсайдерской отнесена публично доступная информация. Это противоречит смыслу регулирования незаконной торговли с использованием инсайдерской информации.

### СУЩЕСТВЕННАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Итак, то, что директор или контролирующий акционер владеет закрытой информацией о своей компании, еще не означает, что они обязаны воздерживаться от инвестиций в инструменты своей компании. Такая обязанность возникает в тех случаях, когда информация может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов. В данной формулировке как минимум два

элемента, которые нуждаются в уточнении<sup>6</sup>.

Словосочетание «может оказать» означает вероятностную характеристику информации и указывает на причинно-следственную связь между релизом информации и его возможным эффектом для рынка. Ведь цена на финансовые инструменты зависит от множества факторов. Есть очевидные ситуации, когда невооруженным глазом можно проследить непосредственное влияние какого-либо фактора на стоимость акций, однако в потенциальных кейсах инсайдерской торговли все более чем неоднозначно.

Представим, что нефтедобывающая компания в день X, проводя обычные исследования, обнаруживает новое месторождение со значительными запасами. Об этой находке узнают несколько человек, включая инженеров, проводивших изыскания, некоторых членов правления и директоров. Разработки продолжаются, общество выплачивает менеджменту вознаграждение в виде опционов, последние также прямо либо косвенно скупают акции общества. Часть информации попадает в прессу, на что рынок реагирует медленным, но уверенным ростом. Позже, когда общество раскрывает информацию, акции сильно взлетают в цене.

Похожую ситуацию рассмотрел Федеральный апелляционный суд США Второго округа в деле TGS<sup>7</sup>. Суд попытался сформулировать общее руководство при определении существенности. Ответ на

<sup>2</sup> Федеральный закон от 27.07.2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>3</sup> Rule 10b-5 17 CFR 240.10b-5.

<sup>4</sup> Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (D. Pa. 1946); Kardon v. National Gypsum Co., 73 F. Supp. 798 (D. Pa. 1947).

<sup>5</sup> Статья 30 Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ (ред. от 07.02.2011 г.) «О рынке ценных бумаг».

<sup>6</sup> Статья 2 Федерального закона от 27.07.2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>7</sup> SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. N.Y. 1968).

вопрос о том, является ли существенным тот или иной факт в конкретный промежуток времени, зависит от соотношения вероятности наступления события и его значимости в свете всех аспектов бизнеса компании. Даже в ситуациях, когда событие прямо не связано с ценами на акции компании, знание о нем все равно может быть признано существенной информацией для целей незаконной инсайдерской торговли, если она способна повлиять на решение разумного инвестора о покупке или продаже акций.

Разработчики нормы применили тот же метод, что и при толковании понятия «инсайдер». А именно — был составлен перечень, вместо того чтобы использовать универсальные критерии. При этом предложенный перечень достаточно подробный и отражает историю развития и мировой опыт регулирования инсайдерской торговли, однако он не лишен недостатков.

Как любой закрытый список, перечень инсайдеров 224-ФЗ имеет один серьезный минус — он исключает то,

Первый значительный шаг в данном направлении был сделан в 1961 г., когда SEC рассмотрела дело брокера *Robert M. Gintel* в отношении акций компании *Curtiss-Wright*<sup>8</sup>.

В своем решении комиссия отразила свое видение термина «инсайдер». Инсайдерами в соответствии со сложившейся практикой считались лица, которые в силу определенных фактов имели фидуциарные обязательства перед корпорацией. Под это понятие традиционно попадали три категории: должностные лица компании, члены совета директоров и контролирующие акционеры. Тем не менее комиссия отметила, что Закон 1934 г., устанавливая круг лиц, которые могут быть субъектами мошенничества, использует словосочетание «любые лица». Достаточно лишь соблюдения двух условий, таких как:

- наличие специальных отношений между компанией и инсайдером, благодаря которым последний получает доступ к информации;
- возможность использовать информацию из-за ее недоступности для широкого круга лиц (несправедливость).

В ходе дальнейшего применения суды трактовали решение комиссии еще свободнее, больше стараясь сосредоточиться на словосочетании «любое лицо», нежели на выявленных критериях.

В деле *TGS* суд, проанализировав решение комиссии, вывел новое определение инсайдера. Любое лицо, владеющее закрытой информацией, которая может быть воспринята инвесторами в качестве существенной, обязано раскрыть ее либо воздержаться от торговли акциями. Данное понятие гораздо шире установленного SEC, ведь суд не применил тест, предложенный комиссией. После этого решение Второго окружного суда в течение нескольких лет было базой для свободного толкования понятия «инсайдер», пока не вмешался Верховный суд.

Знаменитое дело *Chiarella vs United States*<sup>9</sup> было рассмотрено Верховным судом США в 1980 г. Суд постановил, что сам факт владения закрытой существенной информацией не влечет за собой обязанности лица раскрывать ее до совершения сделки с акциями. Тем временем суд указал на наличие в практике альтернативной точки зрения, впоследствии названной *misappropriation*<sup>10</sup> theory.

## То, что директор или контролирующий акционер владеют закрытой информацией о своей компании, еще не означает, что они обязаны воздерживаться от инвестиций в инструменты своей компании.

В приведенном выше примере открытие нового месторождения непосредственно не связано с котировками акций компании. От его обнаружения до разработки и появления каких-либо результатов в отчетности компании может пройти несколько лет. Однако разумный инвестор, зная об этих фактах, вероятно, не продавал бы акции по текущей цене. Подобные ситуации могут возникнуть в любом аспекте бизнеса, поэтому необходимо выработать универсальные критерии, а не закрытый перечень.

### ИНСАЙДЕРЫ И АУТСАЙДЕРЫ

Закон четко трактует понятие «инсайдер» и не оставляет правоприменителю достаточно места для маневра. К инсайдерам 224-ФЗ причислил «классических инсайдеров» — акционеров, обладающих определенным пакетом акций, директоров и должностных лиц эмитента (и других лиц в соответствии со ст. 4). Также в список инсайдеров вошли лица (физические или юридические), которые в силу договора, заключенного с эмитентом, получили доступ к его инсайдерской информации. Помимо этого инсайдерами являются физические лица, которые в силу трудовых или гражданских отношений со всеми указанными выше лицами получили доступ к их инсайдерской информации.

что в него не вошло. И если учитывать, что цель законодательства — не отказывать конкретным субъектам в праве участвовать в торговле финансовыми инструментами, а запретить всем, кто владеет закрытой информацией в силу своего положения, несправедливо использовать ее в ущерб интересам других участников, то существующее понятие «инсайдер» не вполне отвечает поставленным задачам.

Если отойти от классического понятия «инсайдер» и понимать под этим термином любое лицо, которое осуществляет инсайдерскую торговлю, то перечень таких лиц будет постоянно меняться. Рынок достаточно быстро реагирует на попытки законодателя ввести запреты. Результат — появление новых схем и методов использования информации, которые не попали под запрет. Отсутствие универсальных норм приводит к систематическому отставанию регулятора от реалий участников отношений.

В американском праве понятие «инсайдер» корректировалось в течение многих лет. Закон 1934 г. и Правило 10b-5 не содержат его четкого определения. Однако нельзя сказать, что есть большой пробел в этой сфере, учитывая, что США — страна общего права. Административная практика SEC и судебная практика на разных этапах развития пытались разработать универсальное понятие инсайдера.

<sup>8</sup> In re Cady, Roberts & Co, 40 S.E.C. 907 (SEC 1961).

<sup>9</sup> Chiarella vs United States, 445 U.S. 222 (U.S. 1980).

<sup>10</sup> Misappropriation в контрактном праве (contract law) и обязательствах из причинения вреда (torts) обычно понимается как неправомерное действие по разглашению привилегированной информации лицом, у которого существуют определенные фидуциарные обязательства.

Доктрина *misappropriation theory* получила развитие в 1980-х гг. в решениях окружных федеральных судов, но окончательно была принята Верховным судом в деле *United States v. O'Hagan*<sup>11</sup>. Суд отметил наличие двух основных теорий незаконной торговли акциями с использованием инсайдерской информации.

Во-первых, это «классическая теория», согласно которой инсайдером считается лицо, имеющее фидуциарные отношения с эмитентом и его акционерами. Это должностные лица, директора и контролирующие акционеры. К инсайдерам также могут относиться лица, которые в силу различных договоров с указанными лицами временно приобретают фидуциарные обязательства, — юристы, консультанты и пр.

Во-вторых, существует *misappropriation theory*, согласно которой незаконной признается торговля в нарушение договоров перед источником информации, необязательно инсайдером (в классическом понимании) корпорации.

Суд решил, что две эти теории не противоречат, а дополняют друг друга: первая запрещает мошеннические действия инсайдеров, вторая — действия «аутсайдеров», неправоммерно использующих информацию в нарушение обязательств перед источником — третьим лицом, у которого нет прямых фидуциар-

ных обязательств перед эмитентом. Тем самым *misappropriation theory* защищает не только интересы акционеров эмитента, но и основы стабильности фондового рынка, где закрытая существенная информация требует особого отношения и заботы. При этом нарушение фидуциарных обязательств в соответствии с Законом 1934 г. должно быть связано именно с манипулированием и подлогом.

Третья по распространенности ситуация возникает, когда «классический» ин-

## ВЫВОДЫ

Новый закон и акты ФСФР обеспечивают минимально необходимую нормативную базу для предотвращения незаконной торговли с использованием инсайдерской информации. Тем не менее существует один серьезный недостаток — закон при определении важнейших понятий по-прежнему отстаивает номинальное регулирование — вместо того чтобы сосредоточиться на универсальных критериях, предлагает закрытый перечень.

## Суды не используют в полной мере свободу в принятии решений, которую предоставляют законы о рынке ценных бумаг.

сайдер передает информацию третьему лицу, которое не является «классическим» инсайдером (*tipper и tippee*). Верховный суд США в деле *Dirks v. SEC*<sup>12</sup> исследовал подобный случай, когда брокер получил от бывшего директора информацию о многочисленных мошеннических действиях эмитента. Брокер, в свою очередь, передал ее своим клиентам, желая предотвратить негативные последствия, а те начали избавляться от акций эмитента, что привело к их значительному удешевлению.

При этом нет каких-либо веских оснований надеяться, что суды заполнят пустоты законодательства. Анализ сложившейся практики по спорам вокруг сделок с финансовыми инструментами показывает, что суды не используют в полной мере свободу в принятии решений, которую предоставляют законы о рынке ценных бумаг. Остается надеяться, что какое-то время закон будет применяться в «пилотном режиме» и его недостатки вскоре будут устранены, но уже на основе более глубокого анализа мировой практики. ■

<sup>11</sup> *United States vs O'Hagan*, 521 U.S. 642 (U.S. 1997).

<sup>12</sup> *Santa Fe Indus. vs Green*, 430 U.S. 462 (U.S. 1977).

