

ГРАЖДАНСКОЕ И КОММЕРЧЕСКОЕ ПРАВО

Е. А. Емельянова

ПРОБЛЕМА ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТИ ВВЕДЕНИЯ ЗАПРЕТА НА НЕПРАВОМЕРНОЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ

В статье рассматриваются различные подходы к запрету на неправомерное использование инсайдерской информации, а также целесообразность введения подобного запрета. Автор оценивает аргументы «за» и «против», высказанные различными исследователями. Анализируются правовые и экономические последствия неправомерного использования инсайдерской информации, а также цели запрета указанной недобросовестной рыночной практики.

Ключевые слова: неправомерное использование инсайдерской информации, манипулирование рынком, недобросовестные рыночные практики.

Emeljanova Elena A.

THE PROBLEM OF EXPEDIENCY TO IMPOSE BAN ON THE MISUSE OF INSIDER INFORMATION

The article examines different approaches to ban on the misuse of insider information, as well as the expediency to impose such a ban. The author evaluates arguments “pro” and “contra” elaborated by different scientists. The author analyses legal and economic consequences of the misuse of insider information, as well as the objectives of the ban on this unfair market practice.

Keywords: misuse of insider information, market manipulation, unfair market practices.

В странах с развитым рынком вопросы противодействия манипулированию рынком и неправомерному использованию инсайдерской информации находятся в сфере пристального внимания законодателя на протяжении не одного десятилетия. Развитие финансовых инструментов и технологий сопровождается появлением все новых возможностей для недобросовестных рыночных практик, в связи с чем проблема борьбы с неправомерным использованием инсайдерской информации и манипулированием рынком не теряет своей актуальности.

Множество научных споров в экономической и правовой литературе посвящено вопросу о том, наносят ли недобросовестные рыночные практики вред экономике, и, таким образом, является ли их запрет благом. Необходимость введения специального правового регулирования, направленного на противодействие манипулированию рынком, зачастую не вызывает серьезных споров среди исследователей. Между

Емельянова Елена Александровна — аспирантка, Санкт-Петербургский государственный университет, Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., 7/9; юрист фирмы DLA Piper, 191186, Невский пр., д. 28, лит. А; emelianova2704@gmail.com

Emeljanova Elena Aleksandrovna — postgraduate student, St. Petersburg State University, 7/9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation; lawyer in DLA Piper, Nevsky 28, letter A, St. Petersburg, 191186, Russian Federation; emelianova2704@gmail.com

тем мнения об издержках и преимуществах регулирования инсайдерской торговли существенно разнятся. Необходимо отметить, что решение данного вопроса имеет ключевое значение для определения экономической обоснованности правовых норм, направленных на противодействие указанной недобросовестной рыночной практике и, как следствие, целесообразности установления тех или иных мер ответственности за действия инсайдера.

Ряд авторов выступают за легализацию инсайдерской торговли, полагая, что последняя может являться быстрым и эффективным способом передачи информации рынку. Другие считают, что запрет на инсайдерскую торговлю, напротив, защитит инвесторов, повысит их доверие к рынку и будет способствовать принятию более продуктивных решений внутри корпораций.

Одной из первых работ, посвященных развернутой критике необходимости введения специального правового регулирования, направленного на борьбу с инсайдом, является труд Г. Манна «Инсайдерская торговля и фондовый рынок».¹ В данной работе автором была поставлена под вопрос точка зрения о том, что инсайдерская торговля наносит вред рынку. Ряд аргументов автора по-прежнему разделяется частью научного сообщества, выступающей против запрета на инсайдерскую торговлю.

Один из ключевых аргументов Манна заключался в том, что инсайдерская торговля повышает эффективность рынка, так как сделки, совершенные на основе инсайдерской информации, «толкают» цену бумаги в правильном направлении, тем самым она приближается к «истинной» цене. Истинная же цена — цена бумаги после раскрытия информации. Располагая необходимой информацией, инсайдер знает, что ценная бумага либо переоценена, либо недооценена. В случае если бумага недооценена, инсайдер совершает покупку, это дополнительное покупательское давление повышает общий уровень спроса на ценную бумагу и, при условии, что предложение остается на прежнем уровне, естественным образом ведет к повышению цены на данную бумагу. В обратной ситуации инсайдер продает ценную бумагу, уровень предложения повышается и при сохранении прежнего спроса на бумагу это ведет к понижению цены на нее.

Придерживаясь схожей точки зрения, ряд авторов рассматривает инсайдерскую торговлю в качестве инструмента передачи существенной информации рынку, что и позволяет сформировать более правильную цену на бумагу.² Также сторонники данной теории утверждают, что информационная асимметрия неизбежна и естественна для рынка, запрет же на инсайдерскую торговлю только усиливает ее, поскольку сокращает объем информации, поступающей на рынок, и тем самым мешает корректировать неравенство информации путем воздействия на цены.³

Как справедливо отмечают исследователи,⁴ слабое место подобных аргументов заключается в том, что количество лиц, обладающих инсайдерской информацией, может быть крайне немногочисленным. В этом случае у них просто не будет

¹ *Manne H. Insider Trading and the Stock Market. New York, 1966.*

² *Dennis W. Carlton and Daniel R. Fischel. The Regulation of Insider Trading // Stanford Law Review. Vol. 35. N 5 (May, 1983). P. 866–868.*

³ *Engle E. Insider Trading in U. S. and E. U. Law: a Comparison // European Business Law Review. Vol. 26. 2010. P. 465–490.*

⁴ *Kendall K. The Need to Prohibit Insider Trading // Law in Context. 2007. Vol. 25. N 2 // Law and Finance. The Federation Press, Annandale, Australia.*

достаточного количества ресурсов для того, чтобы оказать необходимое давление на рынок и сдвинуть цену бумаги в соответствующем направлении. Рассматривать же инсайдерскую торговлю как важный инструмент передачи рынку информации вряд ли имеет смысл. Во-первых, инсайдеры используют ту информацию, которая все равно будет обнародована позже, а во-вторых, это достаточно медленный способ информирования рынка, ведь участникам рынка требуется время, чтобы «расшифровать» активность инсайдеров, либо наблюдая за последними, либо отслеживая необычные колебания цен.⁵

Следующим аргументом Г. Манна является тезис о том, что инсайдерская торговля является единственным механизмом, с помощью которого предприниматели могут быть адекватно вознаграждены за свои инновации, так как именно посредством инсайдерской торговли они лично могут получить часть стоимости того продукта, который создают.

Инновация порождает новую полезную информацию, и первым, кто получает эту информацию, является сам предприниматель. Он может получить от нее прибыль путем покупки акций соответствующей компании до того, как об инновации узнают иные инвесторы и стоимость акций возрастет. Если даже предприниматель не может сам купить соответствующие ценные бумаги, у него, по крайней мере, есть возможность продать информацию другому лицу.

В качестве контраргумента исследователи приводят довод, сходный с предыдущим: инсайдеры обладают слишком ограниченными финансовыми ресурсами для того, чтобы воспользоваться полной стоимостью своей инновации.⁶ Кроме того, на практике предприниматель — создатель инновации вряд ли будет являться единственным лицом, получающим выгоду от использования инсайдерской информации.⁷ Этот факт, в свою очередь, может стимулировать предпринимателя удерживать информацию у себя, чтобы «монополизировать» выгоду, и создать препятствия к свободному движению информации внутри компании. Критика данного аргумента также была высказана Комиссией по срочной биржевой торговле США. Так, Комиссией было отмечено, что невозможно точно определить, достаточно или недостаточно предприниматель вознагражден за свою активность.⁸

Противниками введения специального регулирования, направленного на противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации, были высказаны и иные доводы. В частности, одна из теорий рассматривает возможность использования инсайдерской информации как способа вознаграждения менеджмента компании, побуждения его к более усердной работе и уравниванию интересов менеджмента с интересами акционеров.⁹ Путем инсайдерской торговли менеджмент более тесно связывает личную выгоду с интересами компании.

⁵ *Fenyo K.* Insider Trading in Junk Bonds // *Harvard Law Review*. Vol. 105. N 7 (May 1992). P. 1725–1726.

⁶ *Bainbridge S.* Securities Law: Insider Trading. New York, 1999. P. 138.

⁷ *James D. Cox,* Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the Chicago School // *Duke Law Journal*. 1986. N 4. P. 628, 653.

⁸ *Rubin G.* CFTC Regulation 1.59 Fails to Adequately Regulate Insider Trading // *New York Law School. Law Review*. Vol. 53. 2008/2009. P. 622.

⁹ *Dennis W. Carlton and Daniel R. Fischel.* P. 869–872; *Ronald A. Dye.* Inside Trading and Incentives // *The Journal of Business*. Vol. 57. N 3 (Jul., 1984). P. 298–306.

Данное утверждение представляется достаточно спорным. Как отмечают исследователи, в целях увеличения прибыли от инсайдерской торговли инсайдеры могут пойти на слишком большие риски в связи с инвестиционными проектами своих корпораций. Кроме того, подобная система вознаграждения может породить ситуацию нездоровой конкуренции между менеджментом за приобретение важной информации, которая позволит им в дальнейшем получить прибыль, что негативно скажется на интересах корпорации в целом. Необходимо также принимать во внимание, что инсайдер может получить прибыль от использования как позитивной, так и негативной информации. В связи с этим ему может быть безразлично, вести корпорацию к процветанию или к банкротству.¹⁰

Следующий аргумент в пользу снятия запрета на инсайдерскую торговлю основывается на теории «общественного выбора».¹¹ В соответствии с указанной теорией существует ряд интересов, которые выигрывают от наличия определенного регулирования, в данном случае — от запрета инсайдерской торговли. Во-первых, от наличия соответствующего запрета выигрывают уполномоченные органы, поскольку, будучи наделены дополнительными полномочиями, они получают финансирование, расширяют штат сотрудников и приобретают дополнительный авторитет. Во-вторых, от запрета на инсайдерскую торговлю выигрывают финансовые аналитики, брокеры и иные профессиональные участники рынка, не владеющие инсайдерской информацией, поскольку инсайдеры — единственные, кто имеет информационное преимущество над профессионалами. Следовательно, конкурентное преимущество профессиональных участников рынка над всеми прочими увеличивается в условиях запрета на инсайдерскую торговлю.

Сторонники введения запрета на неправомерное использование инсайдерской информации на рынке также выдвигают ряд аргументов, отнюдь не ограничиваясь тезисом о несправедливости инсайдерской торговли.

Некоторые авторы рассматривают неправомерное использование инсайдерской информации с позиций права собственности.¹² Например, соответствующая неопубликованная информация рассматривается как собственность эмитента или держателя ценных бумаг, следовательно, инсайдер не должен обладать правом на получение выгод от использования такой информации. Обращение инсайдерской информации в свою пользу представляет собой своего рода кражу. Для данной теории характерно усмотрение параллелей между инсайдерской информацией и интеллектуальной собственностью.

Развернутая аргументация необходимости введения запрета на неправомерное использование инсайдерской информации дается исследователями, рассматривающими психологические механизмы организованных торгов в их связи с ликвидностью рынка.¹³ Так, чем больше на рынке продавцов и покупателей, тем рынок ликвиднее и тем меньше отдельная сделка способна повлиять на цену бумаги. Если

¹⁰ *Jerke B. W. Cashing on Capitol Hill: Insider Trading and the Use of Political Intelligence for Profit // University of Pennsylvania Law Review. Vol. 158. N 5. 2010. P. 1508.*

¹¹ *Bainbridge S. Securities Law: Insider Trading. P. 140.*

¹² *Dennis W. Carlton and Daniel R. Fischel. P. 857, 861; Bainbridge S. Securities Law: Insider Trading. P. 78–82; Edmund W. Kitch, The Law and Economics of Rights in Valuable Information // The Journal of Legal Studies. Vol. 9. N 4. The Law and Economics of Privacy (Dec., 1980). P. 718–720.*

¹³ *Kendall K. The Need to Prohibit Insider Trading. P. 120; Michelle N. Comeau. The Hidden Contradiction Within Insider Trading Regulation // 53 UCLA Law Review 1275 (2006). P. 1281.*

конкретный продавец запрашивает более высокую цену за бумагу, потенциальный покупатель может заключить сделку с другим продавцом, продающим бумагу по более низкой цене. Чем ликвиднее рынок, тем ближе рыночная стоимость ценной бумаги к ее истинной стоимости, поскольку отдельно взятая сделка не способна существенно повлиять на уровень цены. Повышение ликвидности ведет к увеличению эффективности рынка, а для достижения этого необходимо максимизировать количество инвесторов. Следовательно, регулирование должно быть построено таким образом, чтобы обеспечить привлечение наибольшего числа индивидуальных инвесторов на соответствующий рынок.

Убытки переживаются инвесторами более остро, чем выгода. В условиях организованного рынка убытки конкретного инвестора не только теоретически возможны, но и вполне вероятны. Однако для инвестора будет особенно важно, что конкретно воспринимается им в качестве причины понесенных убытков. В своих убытках инвестор может винить инсайдеров, действующих на основании недоступной ему информации. При этом не столь важно, действительно ли контрагент неправомерно использовал инсайдерскую информацию или просто оказался настолько удачлив, что совершил правильную сделку в подходящее время, ведь в силу анонимного характера торговли на рынке ценных бумаг инвестор не может с определенностью ответить на данный вопрос. Следовательно, он волен полагать, что совершил сделку именно с инсайдером, что и привело к убыткам, более того — эти убытки неизбежны, поскольку на рынке царит информационная асимметрия. При таких обстоятельствах у инвестора может вовсе пропасть желание в дальнейшем совершать сделки на соответствующем рынке. Даже выгода от долгосрочных вложений в его сознании может не перевесить субъективную оценку убытков, понесенных в результате совершения сделок с потенциальными инсайдерами. Важно не то, действительно ли на рынке осуществляется инсайдерская торговля, а то, верят ли инвесторы, что такая торговля имеет место. Для того чтобы убедить последних в отсутствии на рынке инсайдеров, необходимы как законодательный запрет на неправомерное использование инсайдерской информации, так и видимые усилия уполномоченных органов по претворению в жизнь соответствующего запрета.

Таким образом, запрет на инсайдерскую торговлю устраняет психологическое препятствие к торговле на рынке у инвесторов, не обладающих инсайдерской информацией. Увеличение же числа инвесторов, в свою очередь, повышает ликвидность рынка.

Довольно необычной представляется так называемая «деонтологическая» теория инсайдерской торговли.¹⁴ В обоснование необходимости запрета инсайдерской торговли разработчики указанной теории положили моральные принципы, опираясь на тезис о недопустимости вмешательства в автономный процесс принятия решений другим лицом, а также на довод о равном раскрытии информации.

По мнению авторов концепции, желаемым состоянием рынка ценных бумаг является не «информационное равенство», а «равное раскрытие информации». Полное информационное равенство на рынке недостижимо. Сама суть рынка ценных бумаг диктует тот факт, что одни его участники всегда более информированы, чем

¹⁴ *Strudler A. Eric W. Orts. Moral Principle in the Law of Insider Trading // Texas Law Review. Vol. 78. P. 375–438.*

другие. Даже наиболее эффективные рынки характеризуются динамичным потоком распространения информации, а не информационным равенством. Информационное неравенство не только допустимо, но и желательно с экономической точки зрения. Так, оно ведет к появлению трейдеров, специализирующихся на конкретных отраслях или компаниях. Такая специализация, в свою очередь, усиливает приток важной информации на рынок через цену той или иной бумаги.

Кроме того, не всякое информационное неравенство является злом, иногда оно вполне оправданно и с моральной точки зрения заслуживает защиты. Например, если лицо усердно работает для того, чтобы открыть или произвести какую-либо информацию, или получает права на нее иным законным образом, естественно, что указанное лицо может пользоваться преимуществами от обладания такими сведениями. Авторы ссылаются на мнение, высказанное в деле *Chiarella v. United States* одним из судей (*Chief Justice Burger*). Так, судья полагал, что торговля ценными бумагами на основе «информационного преимущества» является противоправной тогда, когда указанное преимущество было достигнуто лицом не благодаря превосходящему опыту, проницательности или технологиям, а противозаконным путем. Лицо, незаконно присвоившее информацию, получает неосновательное информационное преимущество и должно либо раскрыть информацию, либо воздержаться от торговли.

Если лицо обладает существенной неопубликованной информацией, на которую имеет не больше прав, чем его контрагент, использование данным лицом такой информации неправомерно. Чтобы избежать противоправного получения выгоды от другого лица, т. е. совершения акта мошенничества, соответствующую информацию необходимо раскрыть до совершения сделки. По мнению авторов концепции, отказ от раскрытия соответствующей информации в той же степени, что и ложь, представляет собой нарушение автономии воли лица, которому такая информация должна была быть раскрыта, поскольку как обман, так и умолчание о существенных фактах порождают у их «жертвы» ложные убеждения.

Таким образом, с точки зрения авторов «деонтологической» концепции инсайдерской торговли, лица, использующие существенную неопубликованную информацию, полученную благодаря их собственным законным усилиям, интеллектуальной деятельности или просто удаче, не должны привлекаться к ответственности. В то же время те, кто незаконно присваивает такую информацию или использует информацию, находящуюся в их распоряжении на законном основании, с целью обмана других лиц, должны быть признаны виновными в нарушении законодательства о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации. Привлечение последних к ответственности оправданно не только с правовой или экономической, но и с моральной точки зрения.

Несмотря на общемировую тенденцию к введению специального регулирования, направленного на противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации, научные дебаты по данному вопросу до сих пор не пришли к своему окончательному завершению. Отчасти это связано с трудностью в определении экономической эффективности тех или иных правовых норм применительно к сложным и комплексным современным рынкам. Все же представляется, что так же, как и манипулирование рынком, неправомерное использование инсайдерской информации является фактором, негативно воздействующим на функции рынка.

Рынок представляет собой сложную социально-экономическую систему, подверженную воздействию множества объективных и субъективных факторов, в которой одновременно действуют тысячи разнообразных участников. Данная система перераспределяет не только денежные ресурсы и финансовые риски, но и информацию, являющуюся залогом принятия инвесторами рациональных и обоснованных решений о вложении средств в активы.

Информационная прозрачность, т. е. состояние рынка, на котором вся способная в существенной мере влиять на цены информация раскрывается публично, при этом обеспечивается равный доступ инвесторов к этой информации, равномерно и с высокой скоростью распространяемой среди участников рынка, является необходимой чертой эффективного рынка.¹⁵ Эффективный рынок — это рынок, на котором цены торгуемых активов отражают всю доступную информацию об активах, являющихся объектами сделок, включают в себя всю эту информацию. Эффективный рынок характеризуется множественной ликвидностью. На нем осуществляется торговля большим числом соответствующих инструментов и действует множество инвесторов, рационально принимающих решения о вложении средств. Характеристикой данного рынка является отсутствие доминирующего положения отдельных участников, связанного с их способностью существенно влиять на цены в своих интересах. На указанном рынке не нарушаются принципы свободной конкуренции.

Хотя эффективный рынок также является теоретической концепцией, которой в полной мере не соответствует ни один реальный рынок, можно рассматривать его как удобную точку отсчета. Чем больше приближен рынок к состоянию эффективности, тем в большей мере он конкурентоспособен в привлечении капитала.¹⁶

Влияние инсайдерской торговли на состояние конкуренции на рынке велико, поскольку информация является ключевым элементом в процессе принятия экономических решений. Неполная, искаженная или неверно интерпретированная информация ведет к невозможности для рынка выполнять свои функции в перераспределении финансовых ресурсов.

Разрешение инсайдерам осуществлять сделки с использованием инсайдерской информации дает им краткосрочную монополию на важный класс ценных сведений и, следовательно, на прибыли, получаемые благодаря таким сведениям. Кроме того, неспособность успешно конкурировать на рынке по причине информационного дисбаланса и отсутствия возможности принимать информированные решения, связанные с финансовым риском, может побудить инвесторов к уходу с рынка, что, в свою очередь, приведет к уменьшению объема торговли и снижению ликвидности.

Таким образом, введение запрета на неправомерное использование инсайдерской информации представляется вполне оправданным. Безусловно, соответствующий запрет должен быть подкреплён определенными правовыми средствами, обеспечивающими его практическую реализацию и эффективное претворение в жизнь. Следствием указанного вывода являются: 1) необходимость разработки инструментария по своевременному выявлению и пресечению недобросовестных рыночных практик; 2) необходимость принятия нормативных правовых актов, устанавливающих административную и уголовную ответственность за манипулирование

¹⁵ *Правонарушения на финансовом рынке: выявление, анализ и оценка ущерба. Справочник для сотрудников правоохранительных органов / под общ. ред. Г. С. Полтавченко. М., 2007. С. 63–64.*

¹⁶ Там же.

рынком и неправомерное использование инсайдерской информации; 3) формирование практики их применения. Как указывает ФСФР России, установление административной и уголовной ответственности за противоправные деяния, связанные с использованием инсайдерской информации и манипулированием рынком, выступает одним из основных критериев для присоединения к многостороннему меморандуму Международной организации регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO), а также выполнения рекомендаций Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ).¹⁷

Как справедливо отмечает заместитель Руководителя ФСФР России Александр Синенко, у добросовестного участника рынка нет методов борьбы с инсайдом и манипулированием, он не способен от них защититься и может лишь уйти с рынка. Эффективное противодействие данным негативным явлениям — задача государства.¹⁸ Разработка нормативных правовых актов в указанной сфере и формирование практики их применения имеют ключевое значение для борьбы с манипулированием информацией на рынках, что подтверждает не только российский, но и зарубежный опыт.

Статья поступила в редакцию 30 декабря 2013 г.

¹⁷ Письмо ФСФР РФ от 15 июня 2011 г. № 11-ДП-05/15533 «О рассмотрении обращения в отношении Федерального закона от 27.07.2010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СПС «КонсультантПлюс».

¹⁸ Синенко А. Ю. Эффект пятого элемента. http://www.fcsm.ru/ru/press/interviews/index.php?id_3=127&year_3=2009&month_3=4 (дата обращения: 18.02.2013).