

Е. А. Емельянова\*

## ПРОБЛЕМЫ РЕАЛИЗАЦИИ ПРАВА НА ВОЗМЕЩЕНИЕ УБЫТКОВ, ПРИЧИНЕННЫХ НЕПРАВОМЕРНЫМ ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ

С принятием Федерального закона от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — Федеральный закон № 224-ФЗ) в российском законодательстве появились понятие инсайдерской информации, а также норма, касающаяся права требовать возмещения убытков, причиненных неправомерным использованием такой информации. Так, согласно ч. 7 ст. 7 Федерального закона № 224-ФЗ лица, которым в результате неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком причинены убытки, вправе требовать их возмещения от лиц, в результате действий которых были причинены такие убытки. Указанная норма характеризуется исследователями как основное новаторское положение Федерального закона № 224-ФЗ, характерное не для всех государств, принявших законы о противодействии манипулированию рынком и инсайдерской торговле.<sup>1</sup>

Действительно, Директива 2003/6/ЕС, являющаяся ключевым источником регулирования отношений, связанных с противодействием неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию на европейских рынках, не содержит положений, предоставляющих участникам рынка права самостоятельно предъявлять требования о возмещении ущерба, причиненного данными противоправными действиями. Указанное право участников рынка также отсутствует в законодательствах практически у всех государств — участников Европейского союза.

Между тем в ряде государств — США, Австралии, Сингапуре — установлена гражданско-правовая ответственность за нарушение норм о запрете на неправомерное использование инсайдерской информации. Наиболее детально и проработанному исследованию данная проблема подверглась в праве США. В доктрине и судебной практике США вопрос о возмещении убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации, являлся предметом длительных дискуссий. В качестве иллюстрации представляется целесообразным рассмотреть решение по делу *Fridrich v. Bradford*,<sup>2</sup> содержащее обширный анализ судебной практики по рассматриваемому вопросу.

---

\* Емельянова Елена Александровна — аспирантка, юрист компании DLA Piper; e-mail: e.emelyanova@spbu.ru.

© Е. А. Емельянова, 2013

<sup>1</sup> Ясус М. В. О новом Законе об инсайдерской информации и манипулировании рынком // Вестник Высшего Арбитражного суда. 2011. № 2. С. 76.

<sup>2</sup> <http://openjurist.org/542/f2d/307/fridrich-v-j-c-bradford>

Суть дела заключалась в том, что к нескольким лицам, совершившим сделки с ценными бумагами с использованием инсайдерской информации и нарушившим Правило 10b-5, был предъявлен иск о возмещении вреда в сумме, значительно превышающей полученную ими прибыль. Иск был предъявлен инвесторами, не только не совершавшими сделки непосредственно с нарушителями, но и в принципе не продававшими и не покупавшими соответствующую ценную бумагу в период, когда теми непосредственно использовалась инсайдерская информация. Не было доказано, что действия нарушителей каким-либо образом повлияли на уровень рыночных цен или на решения истцов о покупке или продаже ценной бумаги. Однако в тот период, когда истцы совершали сделки с ценной бумагой, инсайдерская информация, ранее использованная нарушителями, все еще не была раскрыта. Основываясь на данном факте, окружной суд постановил, что нарушители обязаны возместить истцам убытки. При этом сумма убытков рассчитывалась как разница между ценой, которую каждый из истцов получил за проданную им ценную бумагу в период, когда инсайдерская информация не была раскрыта, и наибольшей ценой данной бумаги в течение разумного промежутка времени после того, как нарушение было выявлено, а незаконно использованная информация обнародована.

Апелляционный суд не согласился с указанным решением, охарактеризовав подобный подход как возложение на нарушителей «драконовской» ответственности.

Так, из анализа судебной практики, приведенного в решении по делу *Fridrich v. Bradford*, следует, что в ряде ранее принятых судебных решений нарушение Правила 10b-5 рассматривалось судами как основание для предъявления требования о возмещении причиненных убытков в соответствии с нормами о деликтах. Впервые такая позиция была высказана в 1946 г. в решении по делу *Kardon v. National Gypsum Co.* и впоследствии поддержана в иных решениях по сходным делам. Несоблюдение требований законодательства, приведшее к убыткам у лиц, в чьих интересах была принята соответствующая норма, само по себе, с точки зрения судов, подразумевало право этих лиц требовать возмещения.

Иную позицию занял суд в деле *Reynolds v. Texas Gulf Sulphur Co.*, постановив, что истцу необходимо доказать причинную связь действий лица, неправомерно использовавшего инсайдерскую информацию, с причиненными убытками. Само по себе нарушение лицом норм о запрете инсайдерской торговли еще не означает, что его действия причинили убытки конкретному инвестору. Данную точку зрения, однако, оказались готовы разделить не все суды.

Так, в решении по делу *Shapiro v. Merrill Lynch*, где ответчиком являлся инвестиционный банк, получивший конфиденциальную информацию в качестве андеррайтера и передавший ее своим клиентам, суд постановил, что убытки участника рынка порождает не просто акт торговли как таковой, а акт торговли без раскрытия инсайдерской информации. Лицо, обладающее инсайдерской информацией, имеет право действовать двояко. Оно может либо не раскрывать данную информацию, при этом воздерживаясь от заключения сделок на ее основе, либо осуществлять торговлю с использованием данной информации, однако должным образом информацию раскрыв. Если лицо решает осуществлять торговлю на основе инсайдерской информации, оно принимает на себя обязанность по раскрытию данной информации всем потенциальным покупателям. И именно нарушение обязанности по раскрытию информации делает его ответственным за убытки других инвесторов. Причинная связь нарушения с убытками иных

инвесторов в данном случае выражается в том, что нарушитель осуществлял торговлю без раскрытия существенной не общедоступной информации, которую разумные инвесторы воспринимали бы как важную при принятии своих инвестиционных решений. Таким образом, суд распространил право требовать возмещения убытков на всех лиц, осуществляющих торговлю на организованном рынке, где было зафиксировано нарушение правила «раскрытия или воздержания».

С вышеизложенными аргументами не согласился Апелляционный суд в деле *Fridrich v. Bradford*. Так, по мнению суда, ни из соответствующих норм Закона «О фондовых биржах и ценных бумагах», ни из Правила 10b-5 не следовало с необходимостью право участников рынка на предъявление гражданско-правового требования о возмещении причиненных им убытков. Само по себе нарушение инсайдером обязанности по раскрытию соответствующей информации еще не дает участнику рынка бесспорного права на возмещение убытков. Не факт нарушения обязанности по раскрытию информации или воздержанию от торговли влечет убытки других участников рынка, а конкретная сделка. Инвесторы, торгующие на открытом рынке, делают это с учетом того, что могут действовать в условиях недостаточно полной или точной информации. Таким образом, в случае если сами сделки нарушителя не слишком повлияли на ожидания другого участника рынка или на принятие последним решения о совершении сделки, прямая причинная связь между нарушением норм об инсайдерской торговле и убытками истца отсутствует.

Распространение права требовать возмещения убытков, причиненных совершением сделок с использованием инсайдерской информации, на всех участников организованных рынков, не взаимодействующих непосредственно с нарушителями и не совершавших свои сделки под влиянием последних, по мнению суда, неверно. Подобный подход ведет к возложению на нарушителя неограниченной ответственности, абсолютно непропорциональной объемам инсайдерской торговли, так как число потенциальных истцов в условиях открытого рынка может быть астрономическим. Эффект же «устрашения» нарушителя может быть достигнут не в силу возложения на него обязанности по выплате огромных сумм участникам рынка, а благодаря привлечению его к административной или уголовной ответственности.

Право на возмещение вреда, причиненного неправомерным использованием инсайдерской информации, должны иметь только инвесторы, совершающие сделки на открытом рынке одновременно с нарушителем, так как именно они страдают от информационного дисбаланса, вызванного поведением нарушителя, и именно их сделки в конечном счете генерируют его прибыль. Инвесторы, совершающие сделки на открытом рынке после ухода оттуда инсайдера, находятся в том же положении, в каком они находились бы, если бы инсайдер не совершал своих сделок. Рынок вновь приходит к информационному равновесию.

Точка зрения, согласно которой лицо, неправомерно использующее инсайдерскую информацию, обязано возместить убытки всем лицам, совершившим сделки с соответствующей бумагой, понесенные ими вплоть до момента публичного раскрытия информации, по мнению Апелляционного суда, имеет право на существование лишь в определенном случае. Таким случаем является ситуация, в которой инсайдер не только сам совершает сделки, но и неправомерно передает соответствующую информацию иным лицам. Данная ситуация является еще более опасной, чем простая инсайдерская торговля, поскольку здесь нарушитель способствует дальнейшему сохранению информационного дисбаланса на рынке.

Затрагивал Апелляционный суд и вопрос манипулирования рынком. Так, по мнению суда, если неправомерное использование инсайдерской информации приводит к установлению искусственной цены на бумагу, последующие инвесторы, вынужденные совершать сделки по этой искусственной цене, могут с полным правом вести речь о причинной связи действий нарушителя и понесенных ими убытков без каких-либо ссылок на обязанность по «раскрытию или воздержанию».

В рассматриваемом судебном решении не была разрешена, однако, проблема ограничения ответственности нарушителя в том случае, если число инвесторов, совершающих сделки на рынке одновременно с ним и, следовательно, управомоченных требовать возмещения убытков, также огромно, ведь в этом случае ответственность нарушителя оставалась, по терминологии суда, «драконовской». Апелляционный суд полагал, что в случае отсутствия каких-либо действий по данному вопросу со стороны Конгресса окончательное разрешение данного вопроса должно было быть оставлено на волю суда в каждом конкретном деле.

О необходимости ограничения ответственности инсайдера шла речь и в решении по делу *Elkind v. Liggett & Myers Inc.*<sup>3</sup> В рассматриваемом деле судом были рассмотрены три методики оценки убытков, причиненных инсайдерской торговлей.

Прежде всего суд рассматривал методику оценки убытков, ранее примененную по указанному делу окружным судом. В соответствии с ней убытки, подлежащие возмещению, представляли собой разницу между фактически уплаченной ценой и ценой, предполагаемой при условии, что соответствующая информация была должным образом раскрыта. Однако суд счел подобную методику оценки убытков «спекулятивной».

Рассмотрение цены акций после раскрытия соответствующей информации в качестве доказательства реальной стоимости данных ценных бумаг в период, когда осуществлялась инсайдерская торговля, по мнению суда, покоилось на двух достаточно уязвимых предположениях: во-первых, на предположении о том, что информация, используемая нарушителем, в существенной степени соответствовала информации, раскрытой впоследствии, и, во-вторых, на предположении о том, что рынок одинаково реагировал бы на информацию вне зависимости от того, была она раскрыта раньше или позже. Кроме того, соответствующая методика исчисления убытков могла бы привести к тому, что объем ответственности нарушителя оказался бы несоразмерен причиненному вреду, поскольку обязанность по возмещению убытков нарушитель нес по отношению ко всем лицам, одновременно с ним совершившим сделки с ценной бумагой.

В качестве меры, альтернативной вышеизложенной, суд рассматривал возможность возмещения убытков, вызванных отклонением в рыночной цене бумаги в связи с действиями нарушителя. В этом случае размер убытков, подлежащих возмещению, был бы разумно ограничен реально понесенным участником рынка ущербом, а именно его потерями, связанными с продажей бумаги по цене, изменившейся ввиду неправомерного использования инсайдерской информации. В случае если действия нарушителя как таковые не влияли на рыночную стоимость бумаги, право требовать возмещения убытков у участника рынка отсутствовало. К недостаткам данного подхода, в частности, относился тот факт, что инвестору могло быть весьма сложно доказать, когда и в какой степени рыночная цена изменилась под влиянием действий нарушителя.

---

<sup>3</sup> <http://openjurist.org/635/f2d/156/elkind-v-liggett-and-myers-inc>

Суд отдал предпочтение третьей методике оценки убытков. В соответствии с указанной методикой размер убытков истца определялся как разница между ценой бумаги по совершенной сделке и ее последующей стоимостью либо после того, как не информированный контрагент нарушителя получил соответствующую информацию, либо после того, как информация была раскрыта (в зависимости от того, какое из двух событий произошло раньше). Также, по мнению суда, ответственность должна была быть ограничена суммой прибыли, полученной от инсайдерской торговли, либо убытков, которых лицо избежало в результате инсайдерской торговли.

Исследователи отмечали, что подобный подход суда был обусловлен легкостью в применении указанной методики, а также общей политикой, направленной на ограничение ответственности нарушителей.<sup>4</sup> Впоследствии, а именно в 1988 г., данный подход был закреплен на законодательном уровне — в Разделе 20A(b)(1) Закона «О фондовых биржах и ценных бумагах».

В 1980 г. было принято значимое решение по делу *US v. Chiarella*, ознаменовавшее собой расцвет фидуциарной теории. Право на предъявление требования о возмещении убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации, было поставлено в зависимость от существования фидуциарной обязанности причинителя вреда по отношению к лицу, которому был причинен вред.

Так, в решении по указанному делу суд постановил, что сам факт торговли на основе существенной неопубликованной информации недостаточен для привлечения лица к ответственности. По мнению Суда, Правило 10b-5 запрещало торговлю на основе неопубликованной информации лишь в том случае, когда инсайдер нес обязанность по раскрытию информации в силу отношений между сторонами сделки, а данная обязанность лежала на нем только в случае существования фидуциарных отношений. Следовательно, если у причинителя вреда не существовало фидуциарной обязанности по отношению к участникам рынка, заявляющим требование о возмещении убытков, основания для удовлетворения данного требования отсутствовали. Работник, получивший конфиденциальную информацию в силу служебных отношений, нес обязанность по «раскрытию или воздержанию» по отношению к своему работодателю, но не по отношению к инвесторам, действующим на открытом рынке. Сходные выводы содержались в решениях по делам *Moss v. Morgan Stanley*,<sup>5</sup> *Laventhall v. General Dynamics Corporation*.<sup>6</sup>

Таким образом, фидуциарная теория накладывала существенные ограничения на право предъявления требования о возмещении убытков в результате неправомерного использования инсайдерской информации.

Даже после принятия Комиссией по ценным бумагам и биржам США Правила 14e-3, объявлявшего торговлю на основе существенной неопубликованной информации, относящейся к публичным предложениям, незаконной вне зависимости от нарушения лицом какой-либо фидуциарной обязанности, вопрос о возмещении убытков инвесторов в результате инсайдерской торговли оставался не разрешенным до конца.

Жесткость фидуциарной теории была преодолена в 1988 г. благодаря включению в Закон «О фондовых биржах и ценных бумагах» раздела 20A. Согласно указанному положению лица, нарушающие нормы или правила путем покупки или продажи ценной

---

<sup>4</sup> *Alexander FH Loke*. Protected Interest in the Private Right of Action for Insider Trading: a Comparative Perspective // *Journal of Corporate Law Studies*. October 2007. P. 318.

<sup>5</sup> <http://openjurist.org/719/f2d/5/moss-v-morgan-stanley-inc-e-m-m>

<sup>6</sup> <http://openjurist.org/704/f2d/407/laventhall-v-general-dynamics-corporation>

бумаги с использованием существенной неопубликованной информации, обязаны возместить ущерб лицам, совершившим противоположную сделку в отношении ценной бумаги такого же класса одновременно с ними. Как можно заметить, содержание указанной нормы в целом предвосхитил суд в решении по делу *Fridrich v. Bradford*.

Таким образом, вопрос о праве инвесторов на предъявление требования о возмещении убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации, прошел непростой путь развития в законодательстве и судебной практике США. Постулаты, вырабатываемые судебными органами, в значительной степени определяли последующие решения законодателя и были обусловлены как практическими потребностями правоприменения, так и стремлением избежать возложения на нарушителя разорительной для него ответственности.

В Российской Федерации основным источником регулирования отношений, связанных с неправомерным использованием инсайдерской информации, долгое время оставался Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»)<sup>7</sup>. К вопросу возмещения убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации, непосредственно относилась ст. 51 указанного Федерального закона, сформулированная достаточно лаконично. Так, согласно данной статье вред, причиненный в результате нарушения законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, подлежал возмещению в порядке, установленном гражданским законодательством Российской Федерации. Необходимо учитывать, что законодательство о ценных бумагах долгое время вовсе не содержало понятия инсайдерской информации, а термин «служебная информация» не мог служить его адекватной заменой ввиду несоответствия основным квалифицирующим признакам инсайдерской информации. Таким образом, гражданско-правовые последствия неправомерного использования инсайдерской информации не были охвачены специальным законодательным регулированием.

С принятием Федерального закона от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ в российском законодательстве появились понятие инсайдерской информации, а также норма, касающаяся права требовать возмещения убытков, причиненных неправомерным использованием такой информации. Например, согласно ч. 7 ст. 7 указанного закона лица, которым в результате неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком причинены убытки, вправе требовать их возмещения от лиц, в результате действий которых были причинены такие убытки.

Исследователи отмечают целесообразность введения в законодательство данной нормы. Так, по мнению М. В. Ясуса, предоставление частным лицам права самостоятельно требовать возмещения убытков снизит зависимость участников рынка от государственных органов и повысит общий уровень исполнения законов, поскольку развивающиеся рынки характеризуются слабым правоприменением и низкой исполнимостью правовых предписаний.<sup>8</sup> Кроме того, доверие инвесторов к рынку зависит в том числе и от степени их защищенности от противоправных действий инсайдеров. В этих целях привлечение лица, неправомерно использовавшего инсайдерскую информацию, к административной или даже уголовной ответственности может оказаться

---

<sup>7</sup> Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

<sup>8</sup> Ясус М. В. О новом Законе об инсайдерской информации и манипулировании рынком. С. 76.

недостаточным, поскольку любой участник гражданского оборота, в отношении которого было совершено правонарушение, заинтересован прежде всего в обеспечении своих частных интересов путем компенсации понесенных им имущественных потерь. Следует отметить, что совершение операций, сопровождающихся использованием инсайдерской информации и (или) являющихся манипулированием рынком, не является основанием для признания их недействительными в силу прямого указания закона (ч. 8 ст. 7 Федерального закона № 224-ФЗ). Именно поэтому возможность предъявления требования о возмещении убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации, имеет немаловажное значение для лиц, осуществляющих торговлю на рынке.

В развитие рассматриваемой нормы Федеральная служба по финансовым рынкам России (далее — ФСФР России) Приказом от 28 июня 2012 г. № 12-49/пз-н утвердила Методические рекомендации по расчету размера дохода или суммы убытков, которых лицо избежало в результате неправомерного использования инсайдерской информации, а также размера возмещения убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации (далее — Методические рекомендации).<sup>9</sup>

Представляется, однако, что существующая крайне неконкретная формулировка ч. 7 ст. 7 Федерального закона № 224-ФЗ не позволяет реализовать содержание данной нормы на практике и порождает множество вопросов, ответы на которые законодатель не дает.

Прежде всего, наличие причинной связи между противоправным деянием и наступлением вреда является необходимым условием деликтной ответственности, в то время как данную связь между действиями лица, неправомерно использовавшего инсайдерскую информацию, и причинением убытков в условиях организованных торгов доказать практически невозможно. Инвесторы не проводят каких-либо переговоров с обладателем инсайдерской информации, не заключают с ним сделки напрямую. Обладатель инсайдерской информации непосредственно не побуждает конкретного инвестора к совершению сделки. Инвестор совершает сделку добровольно, по собственной инициативе, по той цене и на тех условиях, которые считает справедливыми на данный момент. Так не следует ли отнести его потери к категории обычного рыночного риска, избежать которого не может ни одно лицо, принявшее участие в биржевых торгах?

В данном случае, однако, ситуация является рискованной лишь для одной из сторон, а именно для добросовестного инвестора. Обладатель инсайдерской информации доподлинно знает о негативных факторах, сопутствующих сделке, оставляя данную информацию сокрытой от иных участников торговли. На рынке искусственно, благодаря виновным действиям инсайдера, создается ситуация информационной асимметрии. Таким образом, в рассматриваемом случае нельзя говорить о справедливом перераспределении риска неблагоприятных экономических последствий. Именно этот дисбаланс и призвана отчасти уравновесить норма, посвященная возмещению убытков, причиненных инсайдерской торговлей. Однако трудности в доказывании наличия каузальной связи между неправомерными действиями обладателя инсайдерской информации

---

<sup>9</sup> Приказ ФСФР России от 28 июня 2012 г. № 12-49/пз-н «Об утверждении Методических рекомендаций по расчету размера дохода или суммы убытков, которых лицо избежало в результате неправомерного использования инсайдерской информации, а также размера возмещения убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации» // Вестник ФСФР России. 2012. № 8.

и убытками участника торговли способны свести на нет действие соответствующей нормы и лишить инвестора шанса обосновать предъявляемые им требования.

М. В. Ясус полагает, что при рассмотрении соответствующих требований о возмещении ущерба должен приниматься во внимание особый экономический характер биржевых сделок, ввиду чего общие правила доказывания убытков должны быть облегчены или изменены.<sup>10</sup> Данное утверждение вполне обоснованно, поскольку в противном случае положения ст. 7 Федерального закона № 224-ФЗ о возмещении убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации, останутся мертвой нормой, неприменимой на практике. Представляется, что изменение общих правил возмещения убытков применительно к рассматриваемой ситуации может заключаться в освобождении добросовестных инвесторов от доказывания наличия каузальной связи между неправомерным использованием инсайдерской информации и причиненными им убытками.

Каков же должен быть круг лиц, имеющих право требовать возмещения убытков? С учетом специфики организованных биржевых торгов и отсутствия классических договорных связей между их участниками наиболее логичным выходом было бы предоставление соответствующего права всем инвесторам, совершившим сделку противоположной направленности с конкретным предметом торгов в период присутствия на рынке инсайдера, как это сделано в Разделе 20А Закона «О фондовых биржах и ценных бумагах» США. Необходимо иметь в виду, что информационный дисбаланс, создаваемый действиями обладателя инсайдерской информации, в конечном счете затрагивает всех участников торгов.

Не менее важен вопрос о том, что же следует понимать под убытками других лиц, причиненными им в результате неправомерного использования инсайдерской информации. Как указывает Я. М. Миркин, в случае совершения правонарушений, связанных с инсайдерскими сделками, реальный ущерб может состоять в частичной утрате средств, израсходованных на оплату ценных бумаг их владельцем, при приобретении ценных бумаг по ценам, завышенным в сравнении с ценами, сложившимися в результате раскрытия информации, которая была инсайдерской на момент совершения сделки. Упущенная же выгода может заключаться в неполучении дивидендов или процентных платежей в связи с тем, что инвестирование в ценные бумаги осуществлялось путем их покупки у лица, имеющего доступ к инсайдерской информации, которая свидетельствовала об увеличении рисков по ценной бумаге, о будущем невыполнении обязательств эмитентом и т. д.<sup>11</sup>

Предложенный подход к определению понятия реального ущерба в случае неправомерного использования инсайдерской информации представляется вполне логичным. Разница между ценой финансового инструмента по совершенной сделке и его последующей стоимостью после раскрытия соответствующей информации, собственно, и составляет те финансовые потери, которые фактически несет добросовестный инвестор.

Более сложной видится ситуация, связанная с упущенной выгодой. Можно ли понимать под упущенной выгодой дивиденды и процентные платежи?

Согласно ч. 2 ст. 15 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее — ГК РФ)<sup>12</sup> упущенная выгода — это неполученные доходы, которые лицо получило бы при

<sup>10</sup> Ясус М. В. О новом Законе об инсайдерской информации и манипулировании рынком. С. 76.

<sup>11</sup> *Правонарушения на финансовом рынке: выявление, анализ и оценка ущерба*: Справочник для сотрудников правоохранительных органов / Под общ. ред. Г. С. Полтавченко. М., 2007. С. 342–343.

<sup>12</sup> *Гражданский кодекс Российской Федерации*, ч. 1 // СЗ РФ. 1994. № 32. Ст. 3301.

обычных условиях гражданского оборота, если бы его право не было нарушено. Рассмотрим ситуацию, на которую указывал Я. М. Миркин, когда инвестирование в ценные бумаги осуществляется путем их покупки у лица, имеющего доступ к инсайдерской информации, свидетельствующей об увеличении рисков по ценной бумаге, о будущем невыполнении обязательств эмитентом и т. д.

Права добросовестного инвестора не нарушаются в том случае, если обладатель инсайдерской информации не осуществляет торговлю на ее основе. Таким образом, если инсайдер не выходит на рынок, инвестор либо вовсе не покупает эту ценную бумагу и, следовательно, не может претендовать на какие-либо будущие дивиденды и процентные платежи, либо покупает бумагу у добросовестных участников торговли, но негативные факторы все равно проявляются в надлежащее время, и дивидендов, процентных платежей инвестор не получает. Следовательно, даже в отсутствие правонарушения со стороны обладателя инсайдерской информации добросовестный инвестор не может рассчитывать на получение соответствующего дохода. Основания для взыскания упущенной выгоды отсутствуют.

Противоположной является ситуация, когда добросовестный инвестор продает ценную бумагу, не зная о факторах, которые в будущем обеспечат увеличение дохода по ней. В случае если инсайдер не осуществляет торговлю, добросовестный инвестор теоретически может сохранить в своей собственности ценную бумагу и впоследствии получить по ней более крупный доход (хотя применительно к инвестору, принявшему участие в организованных торгах с намерением распорядиться своими ценными бумагами, данный тезис представляется чрезмерно гипотетичным). Предположим, что упущенную выгоду можно определить как разницу между доходом по ценной бумаге до и после раскрытия соответствующей информации. Но за какой период может быть взыскана такая упущенная выгода? Как обосновать ее окончательный размер?

Следовательно, взыскание с лица, неправомерно использовавшего инсайдерскую информацию, такой разновидности убытков добросовестного инвестора, как упущенная выгода, на практике может быть сопряжено с существенными затруднениями либо вообще окажется невозможным. Более целесообразным для ситуаций, связанных с неправомерным использованием инсайдерской информации, было бы установление в законодательстве о противодействии манипулированию рынком и неправомерному использованию инсайдерской информации изъятия из принципа полного возмещения убытков — ограничения размера убытков, подлежащих возмещению, реальным ущербом, понесенным добросовестным инвестором.

Рассмотрим, как решается данная проблема в действующих нормативных актах.

Часть 7 ст. 7 Федерального закона № 224-ФЗ не содержит каких-либо указаний на ограничение размера убытков, подлежащих возмещению нарушителем. Следовательно, исходя из формулировки данного пункта, руководствуясь ст. 15 ГК РФ, можно было бы сделать вывод о том, что лицо, которому был причинен ущерб неправомерным использованием инсайдерской информации, вправе требовать возмещения убытков в полном объеме — как реального ущерба, так и упущенной выгоды. Однако иное правило установлено в п. 4.1 Методических рекомендаций: совокупный размер возмещения убытков, причиненных другим лицам в результате неправомерного использования инсайдерской информации, не может превышать размера дохода, полученного (извлеченного) лицом в результате неправомерного использования инсайдерской информации, или размера убытков, которых это лицо избежало в результате неправомерного

использования инсайдерской информации. Размер убытков каждого из лиц, понесших имущественные потери в результате действий нарушителя, в отдельности рекомендует-ся рассчитывать в равных долях от сумм полученного нарушителем дохода либо убыт-ков, которых он избежал.

Таким образом, Приказом ФСФР России фактически установлено правило об огра-ничении размера ответственности лица, неправомерно использовавшего инсайдер-скую информацию.

Прежде всего, формулировка данной нормы не позволяет ответить на вопрос о том, какие именно убытки добросовестных инвесторов возмещаются в пределах дохода на-рушителя или суммы убытков, которых он избежал, — только ли реальный ущерб, по-несенный данными лицами, или также их упущенная выгода, и каким образом должен быть определен размер данных убытков. Кроме того, сама возможность установления подобного ограничения в приказе органа исполнительной власти вызывает определен-ные сомнения.

Так, ч. 11 ст. 14 Федерального закона № 224-ФЗ предусматривает право федерального органа исполнительной власти в области финансовых рынков разрабатывать методиче-ские рекомендации по расчету размера дохода или суммы убытков, которых лицо избе-жало в результате неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком, а также размера возмещения убытков, причиненных в ре-зультате неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипули-рования рынком. Однако в соответствии со ст. 15 ГК РФ лицо, право которого наруше-но, может требовать полного возмещения причиненных ему убытков, если возмещение убытков в меньшем размере не предусмотрено законом или договором. В рассматрива-емой же ситуации само правило об ограничении размера ответственности нарушителя установлено не на уровне закона, а на уровне приказа органа исполнительной власти.

Таким образом, представляется, что ст. 14 Федерального закона № 224-ФЗ в той ча-сти, в какой она предоставляет право федеральному органу исполнительной власти в области финансовых рынков разрабатывать методические рекомендации по установ-лению размера возмещения убытков, причиненных в результате неправомерного ис-пользования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком, а также принятый в соответствии с ней Приказ ФСФР России от 28 июня 2012 г. № 12-49/пз-н не вполне соответствуют ГК РФ. Правило об ограничении размера возмещения убытков лицам, пострадавшим от неправомерного использования инсайдерской информации, следовало бы установить в самом Федеральном законе № 224-ФЗ.

Целесообразность установления нормы об ограничении ответственности лица, не-правомерно использующего инсайдерскую информацию, суммой полученного им дохода или убытков, которых он избежал, также может быть поставлена под вопрос. Безусловно, подобный подход является удобным для целей правоприменительной практики и воспринят, в частности, законодателем США. Однако одновременно с этим соответствующий подход может затруднить или вовсе свести на нет возможность ком-пенсации имущественных потерь, понесенных другими лицами в результате действий нарушителя, а ведь именно защита имущественных прав добросовестных инвесторов и является целью разработки нормы о гражданской ответственности лиц, неправомер-но использующих инсайдерскую информацию.

В заключение следует отметить, что специфика такого правонарушения, как непра-вомерное использование инсайдерской информации, обуславливает многочисленные

трудности, с которыми сталкиваются как отечественный, так и зарубежные законодатели при попытке регулирования его гражданско-правовых последствий. Российская система правового регулирования указанных отношений лишь начинает формироваться, и положения действующего законодательства пока не отвечают потребностям правоприменителя, оставляя неразрешенным множество принципиально важных вопросов. Предоставление лицам, пострадавшим от неправомерных действий инсайдеров, права предъявлять требование о возмещении убытков влечет за собой необходимость разработки механизма реализации соответствующего требования, учитывающего в том числе особенности совершения сделок на организованных торгах.

Статья поступила в редакцию 21 декабря 2012 г.