



ЗАКОН ОБ ИНСАЙДЕ: НАДЕЖДЫ И ОПАСЕНИЯ

Федеральный закон «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные акты Российской Федерации» подписан Президентом РФ. Каково Ваше мнение об этом Законе?*



Игорь Горчаков,

партнер *Baker & McKenzie*:

— Правила, запрещающие неправомерное использование инсайдерской информации и манипулирование рынком и направленные на защиту интересов инвесторов, есть в праве практически всех развитых стран. В некоторых странах общего права, например в США, подобные правила существуют в виде судебных прецедентов. В других странах схожие правила закреплены в специальных законах. В частности, такие законы были приняты в Австралии, Канаде, Мексике, Индонезии, ЮАР, Таиланде и иных странах. В Европейском Союзе данный вопрос урегулирован несколькими специальными директивами ЕС, положения которых детализированы в национальных законах стран — членов ЕС.

Принятый Советом Федерации проект федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» восполняет серьезные пробелы правового регулирования данного вопроса, существующие в настоящее время в российском законодательстве. Такая регламентация использования необщедоступной информации, способной повлиять на цену того или иного финансового

* Комментарии экспертов были получены до подписания Закона Президентом РФ.

инструмента, представлена в российском законодательстве несколькими нормами ФЗ «О рынке ценных бумаг», оперирующими понятием «служебная информация» — термином с более широким содержанием, относящимся не только к финансовому рынку.

Указанный закон разработан с учетом современных моделей контроля за инсайдерскими сделками и манипулированием рынком, принятых как в странах общего права (США и Великобритания), так и закрепленных в директивах ЕС. Закон оперирует четкими и определенными терминами, такими понятиями, как «инсайдер», «инсайдерская информация», «манипулирование рынком». Закон запрещает совершение сделок с использованием инсайдерской информации, манипулирование рынком, а также предписывает раскрывать инсайдерскую информацию и в отношении эмитентов управляющих компаний, организаторов торговли и профессиональных участников рынка ценных бумаг и кредитных организаций, осуществляющих расчеты по результатам сделок, вести списки инсайдеров и раскрывать сведения о совершенных ими операциях.

Не вызывает сомнения, что после вступления в силу закон станет серьезным инструментом защиты прав инвесторов. Эмитентам (публичным компаниям), профессиональным участникам рынка ценных бумаг и консультантам, оказывающим услуги на рынке ценных бумаг, в том числе и по сопровождению сделок (включая, аудиторов, оценщиков и юристов), будет необходимо уделить особое внимание внутренним процедурам, связанным с работой с конфиденциальной информацией, особенно учитывая серьезные меры ответственности, которые закон устанавливает в отношении нарушения правил использования инсайдерской информации.

Но тем не менее закон оставляет открытым ряд существенных вопросов. Например, в случае приобретения пакета акций открытого акционерного общества, акции которого обращаются на организованном рынке, у одного или нескольких акционеров по частной сделке купли-продажи акций будет ли считаться информация, полученная покупателем и его консультантами при проведении процедуры *due diligence* инсайдерской информацией? При нынешней редакции закона такой риск весьма реален и может привести к недействительности сделки, совершенной с использованием такой информации. Во многих европейских странах он снимается за счет того, что законодательство позволяет совершать сделки по приобретению акций публичных компаний (*public takeover*) исключительно через механизм публичной оферты. Российское законодательство об акционерных обществах такого ограничения не предусматривает, и подобные приобретения могут совершаться в России и путем заключения частных сделок между покупателем и акционером (акционерами) публичной компании.

Помимо этого, и сам закон содержит указание на необходимость принятия ряда подзаконных нормативных актов (например, регулирующих порядок и сроки раскрытия инсайдерской информации управляющими компаниями, производителями товаров и рейтинговыми агентствами). Таким образом, законотворческая работа в этой сфере, по-видимому, продолжится и после вступления в силу данного закона.



Алексей Черных,

юрист адвокатского бюро
«Линия права»:

— В целом можно только приветствовать принятие закона, препятствующего недобросовестному использованию инсайдерской информации. Очевидно, что при выработке проекта составителями был проанализирован огромный массив данных, в том числе законодательства ведущих государств с рыночной экономикой, в результате чего в законе отражены основополагающие тенденции в сфере регулирования использования инсайдерской информации и ограничения манипулирования рынком.

Тем не менее в проекте присутствуют серьезные недостатки, а некоторые подходы разработчиков по крайней мере неоднозначны. Прежде всего необоснованным выглядит включение в сферу регулирования закона положений о защите валютного и товарного рынков. Большая часть злоупотреблений, на пресечение которых направлен проект, присуща исключительно рынку ценных бумаг, поэтому им и следовало ограничить сферу действия будущего закона.

Также есть претензии к ключевым понятиям проекта. Начнем с центрального — понятия инсайдерской информации. В проекте отражено ставшее уже общепризнанным в мировой практике определение инсайдерской информации как точной и конкретной информации, распространение которой может оказать существенное влияние на стоимость финансового инструмента. Между тем ценность этого понятия сводится к нулю, поскольку проект пользуется также понятием «сведения, относящиеся к инсайдерской информации», которые должны быть определены регулятором, причем исчерпывающим образом. Такой подход противоречит сложившейся мировой практике, в соответствии с которой понятие «инсайдерская информация» должно быть гибким и в любом случае не может быть заключено в закрытые перечни. На самом деле эта практика должна определить, что такое «точная» и «конкретная» информация и что такое «информация, способная оказать существенное влияние на стоимость финансового инструмента» (в том числе с использованием такого понятия-критерия, как «разумный инвестор»).

Очень громоздко и казуистично (в том числе из-за упомянутого расширения сферы регулирования закона) определено понятие «инсайдер», хотя вопрос должен быть решен проще — с использованием всего трех критериев: инсайдером признается лицо, которое либо занимает должности в органах управления, либо владеет долей в уставном капитале эмитента, либо в силу своей должности, профессии, трудовой функции или заключенного с эмитентом договора обладает инсайдерской информацией.

Отдельно стоит отметить несовершенство определения понятия «инсайдерская информация» в отношении государственных органов, в том числе правоохранительных. Этот вопрос тем более актуален, что, по мнению участников рынка, служащие государственных органов и Банка России очень активно используют привилегированную информацию. Статья 3 проекта закона называет пять категорий сведений, которые относятся к инсайдерской информации государственных органов (информация о результатах проверок, об аннулировании лицензии, привлечении эмитента к ответственности и т.п.), однако в силу несовершенства юридической техники, например, такое крайне индикативное в российских условиях событие, как предъявление обвинения еди-

ноличному исполнительному органу или акционеру эмитента, не будет квалифицировано как инсайдерская информация. Впрочем, соответствующие государственные органы будут обязаны разработать собственные перечни инсайдерской информации в соответствии с методическими рекомендациями регулятора, которые наверняка закроют многие пробелы. Однако заданная в проекте закона методика казуистического описания сведений, относящихся к инсайдерской информации, оставит место для злоупотреблений.

Законом регулятору вполне обоснованно предоставляется право определять порядок раскрытия инсайдерской информации, однако в будущем законе как минимум должна быть закреплена обязанность регулятора или биржи предварительно анализировать информацию об эмитенте, готовящуюся к публикации, и право временно приостанавливать обращение соответствующего финансового инструмента для предотвращения негативных последствий возможной паники среди инвесторов.

Из закона неясно, будут ли запрещены операции с использованием инсайдерской информации, заключенные вне организованного рынка. В принципе возможен и положительный, и отрицательный ответ на этот вопрос, однако этот ответ, каким бы он ни был, должен следовать однозначно из текста будущего закона.

Закон в текущем виде не дает однозначного ответа относительно дальнейшего статуса брокерской практики, известной под названием *front running* (заключение брокером сделок за свой счет до исполнения приказов клиентов с целью извлечения прибыли от ожидаемого изменения цены).

Спорным также выглядит ограничение сферы действия закона только финансовыми инструментами, обращающимися на российском фондовом рынке (это следует из п. 2 ст. 1 проекта).

Указанные и иные недостатки требуют доработки, однако в целом не могут изменить положительного впечатления от закона.



Андрей Савин,

руководитель департамента
Capital Legal Services:

— Принятия этого закона участники финансового рынка ожидали более десяти лет. Проблема недобросовестного использования инсайдерской информации для России более чем актуальна, и ФСФР начала заниматься разработкой закона об инсайдерской информации фактически с первого дня своего существования. Регулятор неоднократно заявлял об участившихся случаях манипулирования ценами на российском рынке, но за все время доказал только два эпизода незаконного использования инсайдерской информации (кипрская *Palmaris Holding Limited* и российская «Ричброкерсервис»). В США же Комиссия по ценным бумагам и биржам (*SEC*) ежегодно расследует более 50 связанных с инсайдом дел и привлекает к уголовной ответственности десятки недобросовестных участников рынка.

Отличительной особенностью закона является комплексное решение проблемы защиты от злоупотреблений инсайдеров и лиц, манипулирующих рынком.



Его действие распространяется как на финансовый (включая валютный), так и на товарный рынок.

В законе дается определение инсайдерской информации, отсутствующее в действующем законодательстве, и вводится правовой режим ее использования. Существующие в законодательстве определения служебной информации, ее использования на рынке ценных бумаг и лиц, располагающих служебной информацией, не соответствуют сути инсайдерской проблемы, и введение понятия «инсайдерская информация» назрело давно.

Закон определяет круг инсайдеров и устанавливает запрет на использование инсайдерской информации при совершении сделок. Участники рынка ценных бумаг должны будут вести списки инсайдеров и осуществлять меры по выявлению и предотвращению незаконного использования инсайдерской информации.

ФСФР наделяется новыми полномочиями по выявлению и предотвращению правонарушений, связанных с использованием инсайдерской информации, включая право требовать представления документов и информации, право проводить проверки, получать объяснения, направлять предписания об устранении нарушений, приостанавливать действие или аннулировать лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. В случае необходимости осуществления оперативно-разыскных мероприятий по выявлению правонарушений ФСФР может привлекать органы внутренних дел, в том числе для проведения общих проверок.

Регулятор получил еще одно важное полномочие — доступ к сведениям, составляющим банковскую тайну. В связи с этим существует опасность разрушения института банковской тайны. При согласовании законопроекта в Госдуме РФ обсуждался доступ к такой информации через судебное решение, но в конечной редакции закона ФСФР получила фактически неограниченные полномочия по доступу к сведениям, составляющим банковскую тайну.

К манипулированию рынком проект относит ряд действий, в числе которых, в частности, умышленное распространение через СМИ (в том числе электронные), Интернет или иным путем ложных сведений, способных оказать влияние на цену, спрос или предложение финансового инструмента или товара либо объем торгов. В первоначальном проекте закона, прошедшем первое чтение в Госдуме РФ, отсутствовало очень важное слово — «умышленное», в силу чего законопроект вызвал большой отклик во многих СМИ. Если бы он был принят в первоначальной редакции, к уголовной ответственности по формальным признакам можно было бы привлекать главного редактора и редакцию СМИ, распространившего ложные или вводящие в заблуждение сведения. Реакция вполне понятная: распространяющие подобную информацию СМИ, как правило, не знают о ложности таких сведений. ФСФР и профильный комитет Госдумы пошли навстречу массмедиа, но с целью повышения эффективности закона полностью из-под его действия СМИ выведены не были.

Закон вводит уголовную ответственность за неправомерное использование инсайдерской информации. За манипулирование рынком в Уголовном



Антон Селивановский,

доцент кафедры
предпринимательского права
ГУ-ВШЭ, директор
ЗАО «РБпартнеры»,
кандидат юридических наук:

кодексе предусмотрены штрафы в размере от 300 тыс. до 1 млн руб. или лишение свободы до семи лет. За неправомерное использование или передачу инсайдерской информации — штрафы в том же размере или лишение свободы от двух до шести лет. Данные нормы вступят в силу только через три года с даты вступления в силу закона.

Следует отметить, что и сам закон после его подписания Президентом РФ вступает в силу не сразу, а с 27 января 2011 г. На данный момент у госорганов и участников рынка отсутствует опыт работы с инсайдерской информацией. Отсрочка в шесть месяцев позволит подготовиться к его применению. В этот же период будут приняты необходимые подзаконные нормативные акты.

— Считаю принятие данного закона важным позитивным событием. Я уверен, что для формирования цивилизованного финансового рынка необходимы прямые нормы, ограничивающие манипулирование рынком и использование инсайдерской информации. До настоящего времени некоторые подобные правила имели место только в отношении некоторых сегментов финансового рынка, например на фондовом рынке, в то время как в отношении рынка производных финансовых инструментов и валютного рынка таких ограничений не было.

Появление нового закона вряд ли приведет к тому, что негативные явления, связанные с неправомерным использованием инсайдерской информации, исчезнут. Как известно, во многих странах, где активно борются с манипулированием рынком, постоянно выявляются новые случаи злоупотреблений. Только за последние месяцы подобные нарушения были выявлены в США, Китае, Франции, Швейцарии. Тем не менее важно, что теперь в России на уровне закона установлены единообразные запреты на неправомерное использование инсайдерской информации и манипулирование рынком, выработаны требования по противодействию данным явлениям, а также формируется инструментарий по выявлению таких нарушений и привлечению виновных к ответственности.

Очевидно, что для противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком только наличия положений в законе недостаточно — новые правила должны применяться. К сожалению, в российском праве есть «правильные положения», которые фактически не применяются, несмотря на очевидные факты нарушений, например ст. 185 и 185.1 Уголовного кодекса РФ.

При привлечении к административной и (или) уголовной ответственности лиц, которые подозреваются в использовании инсайдерской информации или манипулировании рынком, возникнут проблемы в доказывании соответствующих составов правонарушений. Многие из них будут решены практикой, нарабатываемой ФСФР, судами, саморегулируемыми организациями и участниками рынка.



По моему мнению, бóльшие сложности возникнут при защите частных интересов. Лицам, которые понесли убытки в результате неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком, крайне сложно получить компенсацию. Представить судам убедительные доказательства понесенных убытков, а также обоснование причинно-следственной связи между убытками и противоправными действиями нарушителей на практике будет практически невозможно.



Надежда Грязева,

юрист *Salans*:

— 14 июля 2010 г. Совет Федерации ФС РФ одобрил закон «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». После более чем десяти лет обсуждений и различных попыток законодатель сделал существенный шаг в развитии цивилизованных рынков и торговли в России: теперь отечественное законодательство будет оперировать легальным термином «инсайдерская информация». При этом закон о манипулировании содержит отсылки к более чем десяти видам нормативных актов и методических рекомендаций ФСФР, которые еще не утверждены, но призваны составить весьма важную часть нового регулирования инсайда и манипулирования рынком. Например, регулятор должен установить исчерпывающий перечень информации, относящейся к инсайдерской, или порядок и сроки ее раскрытия или предоставления.

В отношении вопросов инсайда закон о манипулировании установил 24 основные категории инсайдеров (от эмитентов, членов советов директоров, лиц, осуществляющих в интересах клиентов операции с финансовыми инструментами, аудиторов и оценщиков до имеющих доступ к инсайдерской информации государственных и муниципальных служащих исполнительных органов государственной власти и местного самоуправления и Банка России). Закон прямо предусматривает ряд оснований для освобождения лиц от ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации (например, если лицо не знало, что такая информация является инсайдерской, а распространенные сведения — заведомо ложными, или если редакция СМИ или журналист дословно воспроизвели заявление физического или юридического лица с указанием на такого заявителя). При этом в Уголовный кодекс РФ включается новая ст. 185⁶ («Неправомерное использование инсайдерской информации»), запрещающая умышленное использование инсайдерской информации, если такое использование причинило крупный вред гражданам, организациям или государству, под угрозой уголовного наказания, в том числе в виде лишения свободы сроком от двух до шести лет.

В отношении вопросов манипулирования ценами законодатель расширил противодействие манипулированию на рынках (по сравнению с изменениями в Федеральный закон № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и иные законодательные акты, принятые в феврале 2009 г.). Закон о манипулировании распространяет запрет манипулирования не только на сделки с ценными бумагами, но и вводит понятие «манипулирование рынком», к которому относятся действия (совершение сделок, осуществление действий по принятию лицом

обязательств совершить сделки (выставление заявок, дача поручений)) на рынках ценных бумаг, иных финансовых инструментов, иностранной валюты и товаров (вещей иных, чем ценные бумаги), допущенных к торговле на организованных торгах или в отношении которых подана заявка о допуске к организованным торгам в РФ.

Закон устанавливает семь (вместо действующих девяти) видов манипулирования рынком. В большинстве составов по манипулированию законодатель отходит от частого употребления критериев, таких как соотношение с ценой, сложившейся на торгах в тот же день, или сведения или заявки на торгах, вводящие в заблуждение. При этом если действующее законодательство (прежде всего ст. 51 Федерального закона № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг») предусматривает необходимость нормативного акта ФСФР по вопросам установления критериев существенности отклонения цен от текущей цены, то закон о манипулировании отсылает к методическим рекомендациям ФСФР, тем самым предоставляя большую свободу усмотрения регулятору и правоохранительным органам и для установления критериев существенности отклонения цен, спроса, предложения и объема торгов по сравнению с уровнем без учета манипулирования.

Закон о манипулировании предусматривает новую редакцию ст. 185³ Уголовного кодекса РФ и исключает из нее прямую отсылку на установление состава преступления на основании законодательства о рынке ценных бумаг, включающего нормативные акты ФСФР. Новая редакция ст. 185³ Уголовного кодекса установит в качестве уголовно наказуемого деяния определенные в статье незаконные действия, в результате которых цены, спрос, предложение и объемы торгов по определенному финансовому инструменту (иностранной валюте, товару) отклонились или поддерживались на уровне, существенно отличающемся от уровня без манипулирования. То есть указанная норма Уголовного кодекса предоставит широкую возможность субъективного усмотрения сотрудников правоохранительных органов и судей безотносительно конкретных критериев существенности, практикуемых регулятором.

Полагаем, что большинство инвесторов и иных участников рынка внимательнейшим образом будут следить за своевременными и, надеемся, последовательными действиями отечественного регулятора в рамках данного закона. Экспертам и правоприменителям предстоит дать ответы на массу технико-юридических и экономических вопросов, оставленных законом о манипулировании без прямого ответа или решения. Так, предстоит решать вопросы о соотношении освобождения законом о манипулировании профессиональных участников рынка ценных бумаг от ответственности за манипулирование, совершенное по указанию клиентов, и положения, например, Уголовного кодекса о соучастии в преступлении. Регулятор и иные правоприменители должны защищать интересы добросовестных участников рынков и применять такие критерии существенности, которые позволят отличать, например, сделки, попадающие в рыночные колебания цен в течение одного торгового дня или нескольких торговых сессий подряд, от уголовно наказуемого манипулирования рынком, сопряженного с избеганием убытков в размере 2,5 млн руб.



Юлия Мешкова,

управляющий партнер
юридического бюро «Виртус-Лекс»:

— Закон имеет очень важное значение для цивилизованного функционирования рынка ценных бумаг. Хотелось бы надеяться, что правовые механизмы, заложенные в закон, будут реально работающими.

Необходимость принятия такого закона назрела давно. При наличии активной позиции ФСФР, думаю, со временем есть шансы заставить рынок работать, не прибегая к инсайду. С этой точки зрения считаю очень разумным введение отсрочки для вступления в силу соответствующих норм уголовного законодательства. Также хотелось бы верить, что закон будет применяться исключительно по назначению, а не использоваться избирательно, как это зачастую происходит в России.



Александр Сутягин,

адвокат, партнер АБ
«Андрей Городисский и Партнеры»:

— Как верно отмечалось многими юристами, закон об инсайте является поистине многострадальным. Законопроектная работа в этой области велась почти десять лет. Необходимость создания правовых механизмов защиты инвесторов от злоупотреблений назрела уже давно, ведь развивающийся российский фондовый рынок и идея создания в нашей стране международного финансового центра нуждались именно в законодательном регулировании инсайдерской деятельности. Коль скоро западное законодательство в последние годы быстро развивалось в этом направлении, отсталость нашей системы правового регулирования становилась все более очевидной. Попытки на уровне ведомств восполнить этот пробел не могли привести к сколь-нибудь серьезным результатам, поскольку их акты либо носили рекомендательный характер (Кодекс корпоративного поведения), либо относились к узкой области правоотношений и не могли обеспечить их комплексное применение (инструкции и разъяснения ЦБ РФ). На уровне российских законов близкие, казалось бы, понятия «служебная информация», «коммерческая тайна» и связанные с ними правовые конструкции не позволяли полноценно охватить всю проблематику инсайда прежде всего в его применении к специфике финансовых рынков. С этих позиций принятие закона — это очевидный шаг вперед.



Дарья Носова,

адвокат, партнер АБ
«Андрей Городисский и Партнеры»:

К положительным моментам нового закона следует отнести учет западного опыта, системный подход, в том числе в части необходимости изменений в существующее законодательство (о рынке ценных бумаг, о банках и банковской деятельности и пр.). Однако с момента вступления в силу закон начинает жить и его жизнеспособность будет проверяться практикой применения. Еще на стадии обсуждения законопроекта высказывалось множество критических оценок в отношении как самого определения термина «инсайдерская информация», так и субъектного состава правоотношений в области инсайда. Также многократно озвучивались сомнения относительно возможности осуществления эффективного контроля за исполнением норм, применения последствий нарушений, привлечения к ответственности. Отмечалось и соприкосновение этого закона с системой уже действующего российского законодательства (о защите конкуренции, о коммерческой тайне, об информации и пр.), что

на практике может привести к коллизиям правовых норм и, как следствие, к сложностям при квалификации нарушений.

Не вызывает сомнения, что эффект правовой нормы ограничительного или запретительного характера выражается в возможности практического применения мер ответственности к нарушителям. На практике даже в случаях очевидной «неестественности» определенных операций на рынке регулятор лишен полномочий и не владеет навыками расследования сделок с использованием инсайдерской информации. И здесь очевидным образом возникает проблема доказывания, которое может быть затруднено вследствие нечеткости установленных законом определений ряда основополагающих терминов, а также субъективного подхода к применению критериев, которые определяют отсутствие или наличие нарушений. Справедливости ради заметим, что сложности с доказыванием имеются и в правоприменительной практике западных стран именно в силу указанных обстоятельств и несомненной сложности явления инсайдерской деятельности. С учетом этого положительным образом должны сказаться установленные законом правила превентивного свойства.

Также следует заметить, что предстоит значительная работа на уровне органов исполнительной власти. В частности, ФСФР потребуется установить критерии значительного отклонения цен для целей определения существенности воздействия на цены, порядок и условия поддержания цен на ценные бумаги в связи с публичным предложением. Важными для целей работоспособности закона являются также разработка методологии проведения расследования злоупотреблений и, конечно же, эффективность работы судов.



Айдыс Тыкыл-оол,

юрист АБ «Андрей Городисский и Партнеры»:

— Эффективность законов об инсайдерской информации и противодействию инсайдерской торговле оценивается зарубежными экспертами неоднозначно. На наш взгляд, это связано с тем, что правонарушения в данной сфере трудно выявлять, и лица, злоупотребляющие инсайдерской информацией, достаточно основательно подходят к тому, чтобы их неправомерные действия не были раскрыты. Кроме того, биржевая торговля всегда имеет в некоторой степени спекулятивный характер, в связи с чем сложно доказать факты манипулирования рынком, за исключением явных неправомерных действий (например, умышленное распространение в СМИ заведомо ложных сведений и т.д.).

Механизм, закладываемый в российский закон, может стать эффективным средством поддержания здорового инвестиционного климата и конкуренции на финансовых и товарных рынках, вероятно, лишь в том случае, если ФСФР и иные компетентные органы займут активную позицию по реализации положений предполагаемого закона. В связи с этим возникает вопрос о кадровом обеспечении таких органов.

**Максим Распутин,**

корпоративный департамент
Адвокатского бюро «Егоров,
Пугинский, Афанасьев
и партнеры», руководитель группы:

— В России, несмотря на активное развитие фондового рынка и попытки создания международного финансового центра, до сих пор отсутствует законодательство, ограничивающее использование инсайдерской информации. Это вызывает удивление, поскольку в его отсутствие добросовестные участники торгов и эмитенты фактически беззащитны перед подобными злоупотреблениями. Таким образом, принятие закона об инсайте можно поприветствовать. Более того, такой закон стоило бы принять гораздо раньше.

Основная цель законопроекта состоит в обеспечении справедливого ценообразования на организованных рынках, в том числе на фондовых, валютных и товарных биржах. Его действие распространяется на широкий круг лиц, серьезно ужесточается ответственность за нарушения в сфере манипулирования ценами на биржах (в том числе вводится административная и уголовная ответственность), а ФСФР приобретает широкие контрольные полномочия в отношении участников рынков и доступ к их закрытой информации. Иными словами, закон содержит достаточно жесткие правила в отношении участников рынков. Это, с одной стороны, дает регулятору и другим госорганам достаточно эффективные механизмы для борьбы со злоупотреблениями, а с другой — вызывает опасения: не повлечет ли это для участников рынков возникновение дополнительных издержек и рисков, связанных с неэффективностью или возможными злоупотреблениями контролирующими органов.

Иными словами, принятие закона — шаг, безусловно, правильный и необходимый, однако одного этого для эффективной борьбы с использованием инсайдерской информации на биржах недостаточно. Смогут ли контролирующие органы его эффективно применять — покажет только время.

**Роман Макаров,**

партнер компании
«Юрическое бюро»:

— Исходя из данных, размещенных на сайте Государственной Думы РФ, вступление в силу ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» — вопрос близкого будущего. 14 июля закон был одобрен Советом Федерации и направлен Президенту на подпись.

Как известно, отечественное законодательство о рынке ценных бумаг сформировалась под значительным влиянием американского опыта в этой сфере. При этом, несмотря на то что нормы, касающиеся полномочий *U.S. Securities and Exchange Commission* в области запрета манипуляций, обмана или махинаций при приобретении и продаже ценных бумаг, содержатся еще в одном из двух базовых законов США в этой области¹, т.е. появились на заре законодательного регулирования, очевидно, что нормы, касающиеся инсайдерской торговли, являются следствием и ответом на существование более зрелого рынка, чем отечественный фондовый рынок 1990-х годов. Вероятно, теперь наличие такого законодательного регулирования назрело и должно быть при-

¹ Речь идет о *the Securities Exchange act of 1934*, который наряду с *Законом о ценных бумагах (the Securities act of 1933)* сформировал законодательное регулирование в этой области как ответ на драматическое падение фондового рынка в 1929 г.

звано принципиально необходимым. Однако сама идея появления этого федерального закона в предложенной концепции не может быть признана нами абсолютно верной.

Рассматриваемому закону на первый взгляд не откажешь в стройности: в нем последовательно раскрываются цели законодателя, определяются базовые понятия для применения, перечисляются лица, относящиеся к инсайдерам, и многое другое.

Насколько правильно создание законов о каждом отдельном вопросе, коим является инсайдерская информация? Так, законодатель считает необходимым отдельно давать определение означенному виду информации, тогда как было бы целесообразнее расширить понятие «ноу-хау». До 2006 г. имелась отдельная статья в Гражданском кодексе РФ, посвященная служебной и коммерческой тайне. Сегодня она перекочевала в ст. 1465 ГК РФ под названием «Секрет производства». Представляется, что понятия «служебная и коммерческая тайна» и «секрет производства» не являются равнозначными. В теории служебной тайной могут быть и те сведения, которые не участвуют в процессе производства, а просто являются фактами, не подлежащими огласке. Однако это понятие законодатель необоснованно сужает с самого появления такого термина среди объектов интеллектуальных прав указанием на действительную или потенциальную коммерческую ценность. Не вызывает сомнения, что не все сведения, которые необходимо сохранять в тайне, обладают коммерческой ценностью, ибо некоторые из них в случае огласки могут повлечь громадные убытки. Так произошло с компанией *Microsoft*, когда на одной из фотографий, сделанных в ее офисе, были видны компьютеры *Macintosh* с их операционной системой. Если определение «ноу-хау» обогатить таким смыслом, то понятие «инсайдерская информация» становится ненужным. С одной стороны, в США согласно *Uniform Trade Secrets Act* торговым секретом является информация, обладающая действительной или потенциальной экономической ценностью. Однако же в официальном издании Всемирной организации интеллектуальной собственности под торговым секретом понимается любая информация, которая обладает действительной или потенциальной **ценностью (не коммерческой, а просто ценностью)** для ее владельцев. Данная ценность проявляется в ее неизвестности третьим лицам. В случае с финансовым рынком к ней относятся базы данных, финансовая информация, некоторые персональные данные, стратегии поведения на рынке и др.

Подобная ситуация складывается и в отношении ст. 5 закона об инсайте, где указывается на действия, относящиеся к манипулированию рынком. Почему бы не включить перечень этих действий в ФЗ «О защите конкуренции», учитывая, что они подпадают под понятие недобросовестной конкуренции? Финансовая услуга, так же как и финансовые инструменты, является тем же товаром. Подпункт 1 п. 1 ст. 5 закона совпадает с таким же подпунктом ст. 14 ФЗ «О защите конкуренции». В этой же статье можно найти указания на незаконное использование коммерческой и служебной тайны.

Представляется, приведенные нормы и определения придают закону внешнюю завершенность, солидность, однако, по существу, он безусловно по-



священ практически исключительно полномочиям регуляторов рынка в этой области.

Перечисление полномочий Федеральной службы по финансовым рынкам занимает 11 страниц закона. Показательно, что слово «проверка» упоминается в законе 19(!) раз. На фоне короткого и не сообщающего участникам рынка никакой новой информации упоминания о том, что «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», ретивое желание регулятора проверять всех и вся наводит на исключительно грустные размышления. Между тем, например, в Соединенных Штатах, несмотря на то что нарушения законодательства о ценных бумагах подлежат, разумеется, преследованию государством в лице *SEC* в уголовном и гражданском порядке, основным способом принуждения к исполнению указанных норм является привлечение к ответственности путем предъявления исков другими участниками рынка в рамках процедуры, что поощряется как федеральным законодателем, так и законодательством штатов. Ответственность причинителя может быть довольно существенной, особенно если используется институт «классовых» исков.

Несмотря на активность Верховного суда США, пытавшегося сократить количество таких дел, индустрия, нацеленная на «вымогательские» иски, достигла к 1980-м годам такого размаха, что побудила законодателей США внести в 1995 г. в законодательство о рынке ценных бумаг серьезнейшие изменения, посвященные защите эмитентов от такого рода исков.

Думается, учитывая сложившуюся в России практику поведения участников рынка, новому закону ни в коей мере не повредил бы разворот «качелей» соотношения прав инсайдеров и широких слоев участников рынка (главным образом — массива мелких частных инвесторов) в другую сторону. А именно убрав из законопроекта упоминание «заведомости» в отношении любых поименованных в законе лиц, кроме, быть может, средств массовой информации, полагаем, что законодатель мог бы добиться существенно большей открытости и прозрачности рынка, чем наделив ФСФР дамкловым мечом столь серьезных полномочий вкупе с необходимостью доказывания пострадавшим лицом состава убытков, отягощенного «заведомым» поведением инсайдера, т.е. прямым умыслом, которое, по нашему мнению, делает возможность привлечения манипуляторов рыночным мнением к ответственности по меньшей мере неочевидной.

При этом сами полномочия ФСФР закреплены в постановлении Правительства РФ. Получается, что полномочия расщепляются несколькими актами. Насколько это отвечает целям корректного правоприменения? Порядок предоставления информации в ФСФР необходимо закрепить либо в постановлении Правительства РФ об этой службе, либо в Законе «О рынке ценных бумаг». Точно так же дело обстоит и с обязанностями Центрального банка РФ о ведении списка инсайдеров — их необходимо поместить в специальный закон о ЦБ РФ. Законодатель зачем-то решил закрепить в



Игорь Серкин,

менеджер проектов адвокатского
бюро «НСН Альянс»:

законе полномочия и обязанности саморегулируемых организаций, тогда как их необходимо закрепить в Федеральном законе «О саморегулируемых организациях». Складывается парадоксальная ситуация, когда субъектам правоотношений, дабы узнать о своих правах и обязанностях, приходится ориентироваться не на специальный закон об образованиях, к которым они принадлежат, и не на Гражданский кодекс, а на законы, посвященные специальным вопросам.

Последнее, что хотелось бы отметить касательно закона — это наличие некоторого количества так называемых каучуковых норм, которые предоставляют простор для толкования. Так, к примеру, непонятен порядок определения существенно отличающегося уровня, упоминающийся в статье, посвященной манипуляциям рынком. Необходим акт, где такой уровень будет определен.

— Цель принятия обсуждаемого закона очевидна — обеспечить контроль за соблюдением участниками рынка ценных бумаг законного порядка торгов, предотвращать получение незаконного преимущества в ходе торговли за счет инсайда, т.е. информации, недоступной остальным участникам рынка, и тем самым обеспечивать всем участникам торгов равные права.

Однако сам по себе указанный закон не способен достигнуть своей цели. Его текст представляет собой определение базовых понятий и принципов контроля за распространением инсайдерской информации и манипулирования рынком. При этом все конкретные процедуры, меры и нормативы в законе предусмотрены в качестве отсылочных норм к будущим актам ФСФР России и ЦБ РФ. Порядок проведения проверки, нормативы определения манипулирования рынком и прочие аспекты применения принятого закона еще только предстоит увидеть в будущих ведомственных актах.

Важно также, что закон предусматривает разграничение полномочий контроля между биржами и торговыми площадками или ассоциациями участников рынка и ФСФР. Такое разграничение может положительно сказаться на общем состоянии рынка ценных бумаг, поскольку вовлекает непосредственных участников рынка в процесс контроля за ним.

Также закон развивает институт уголовного и административного преследования за использование инсайдерской информации и манипулирование рынком. Устанавливаются повышенные меры ответственности для должностных лиц, а для компаний штраф может достигать размера всего дохода, полученного незаконным путем.

Использование инсайдерской информации и манипулирование рынком также могут привести к лишению лицензии на ведение деятельности участников рынка и банков. В свете подобных изменений при чрезвычайном росте влияния ФСФР России на рынок ценных бумаг позитивно выглядят нормы по распределению полномочий между ФСФР и биржами и ассоциациями участников рынка.



Константин Фрадкин,

заместитель начальника правового
управления Росимущества:

— Первый известный мне случай инсайдерской торговли произошел более двух с половиной тысяч лет назад. Афинский законодатель Солон поделился со своими друзьями планами государственного управления. Он собирался аннулировать все долги граждан, но при этом не желал осуществлять передел земли. Следует ли удивляться, что сотрапезники, лишь выйдя за порог, стрелой кинулись занимать деньги и скупать землю? Когда долги аннулировали, они оказались никому ничего не должными состоятельными землевладельцами.

Наивно рассчитывать, что злоупотребление столь почтенного возраста уйдет на пенсию под угрозой лишь закона, которому без году неделя.

У нас всех на памяти множество примеров сакральных озарений отечественных торговцев, которые за день до того или иного сообщения сказочным образом успевали продать или приобрести нужные бумаги. Как ни хотелось бы применить принцип Оккама, но, конечно, здесь и речи нет об инсайдерской торговле. Я всецело доверяю объяснениям этих людей, что они хорошо проанализировали рынок, и, в конце концов, бывают же совпадения!

Не секрет, что даже американской SEC, при всех ее знаниях и опыте, не удалось искоренить инсайдерскую торговлю. Уж слишком заманчив куш, чтобы страх наказания мог заставить алчущих забыть о нем.

Более того, рассматриваемый закон, безусловно, обойдут. Но в том-то и его несомненный плюс, что его придется обходить, а концы могут выйти немалые. На мой взгляд, главное то, что этим нормативом общество поставило границу, твердо сказав, что шепнуть другу на ухо о предполагаемой сделке — нехорошо. Будут шептать и дальше, но оглядываясь, прячась и с куда меньшей наглостью.

Согласитесь, что раздражает не столько нарушение, сколько нахальство нарушителя, который даже не пытается его скрывать. А если хоть кто-нибудь еще и передумает делать состояние на инсайде или даже — смешно надеяться на это, но вдруг! — будет привлечен к ответственности за подобное нарушение, то новый закон даст куда более, нежели можно было рассчитывать.



Никита Коробейников,

старший юрист *Ernst & Young*:

— Примерно через 6 месяцев на территории Российской Федерации ожидается вступление в силу нового правового акта — федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Преследуя важную и нужную цель — «обеспечение справедливого ценообразования на финансовые инструменты, иностранную валюту и товары, равенства и укрепление доверия инвесторов», закон тем не менее содержит ряд положений, которые позволяют поставить под сомнение возможность эффективно и быстро достичь поставленной цели, а также налагает на субъектов предпринимательской деятельности ряд в значительной степени обременительных обязанностей, которые либо останутся для значительного числа коммерческих организаций

лишь декларативными требованиями (аналогично тому, как это имело место в ряде отраслей бизнеса, например после введения в действие Федерального закона «О персональных данных»), либо при активном контроле со стороны Федеральной службы по финансовым рынкам повлекут увеличение расходов коммерческих организаций на выполнение таких обязанностей.

Инсайдерская информация в законопроекте определена как «точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена, распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты или товаров, и которая относится к информации, включенной в соответствующий перечень инсайдерской информации». Указанный перечень будет утверждаться ФСФР России. Следует отметить, что такой подход делает возможной ситуацию, при которой действия с информацией, являющейся инсайдерской по сути, но по той или иной причине не включенной ФСФР в соответствующий перечень, не будут попадать в сферу действия нового федерального закона.

Основным принципом обращения с инсайдерской информацией является установление запрета на ее использование для осуществления операций с финансовыми инструментами, иностранной валютой или товарами, которых такая информация касается, ее передачи третьим лицам или дачи им соответствующих рекомендаций, основанных на обладании инсайдерской информацией.

Закон вводит целый ряд дополнительных обязанностей в отношении коммерческих организаций, относимых им к «инсайдерам», т.е. лицам, обладающим инсайдерской информацией на законном основании: уведомлять о включении других инсайдеров в собственный список инсайдеров, передавать список инсайдеров организаторам торговли и в ФСФР России, уведомлять ФСФР и других инсайдеров об осуществлении операций с ценными бумагами, разработать и утвердить внутрикорпоративный порядок доступа к инсайдерской информации, создать структурное подразделение внутри компании либо назначить должностное лицо, контролирующее соблюдение требований нового закона, уведомлять ФСФР о предполагаемых операциях, совершаемых от их имени с инсайдерской информацией, представлять в ФСФР документы и информацию (в том числе сведения, составляющие коммерческую тайну), которые необходимы для предотвращения, выявления и пресечения фактов неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком, и т.п.

Также особое внимание привлекает и тот факт, что значительная часть вопросов, относящихся к правовому регулированию обращения с инсайдерской информацией и манипулирования рынками, будет осуществляться не самим новым федеральным законом, а подзаконными актами ФСФР России, которые будут приняты в будущем. То есть во многом практика применения указанного закона после его вступления в силу будет зависеть от содержания указанных подзаконных актов, толкования и практики их применения регулятором финансовых рынков.



Все указанное свидетельствует об имеющихся неоднозначностях и затруднениях, с которыми столкнутся субъекты предпринимательства после введения нового закона в действие, о возможном игнорировании и неисполнении коммерческими организациями его требований. Нам видится, что эффективное применение норм этого закона и подзаконных актов, принятых в соответствии с ним, будет невозможно без одновременной разработки соответствующих организационных мер, направленных на упорядочивание финансовых и товарных рынков России, повышения общей профессиональной культуры участников финансовых и товарных рынков. В противном случае если не до момента вступления нового федерального закона в силу, то в скором времени после его введения в действие может возникнуть необходимость принятия изменений и дополнений к нему.



Георгий Осипов,

советник практики судебных споров международной юридической фирмы *Magisters*:

— Прежде всего надо отметить, что закон этот долгожданный. Оценки объема сделок, которые заключаются на основании инсайдерской информации, разнятся, но все эксперты сходятся на том, что он весьма и весьма значителен. По некоторым оценкам все более-менее значимые сделки заключаются в той или иной мере с использованием инсайдерской информации. В какой-то степени это является отражением того, что российский фондовый рынок существует параллельно с оборотом контрольных пакетов акций предприятий, что предопределяет неравное положение акционеров и асимметрию информации между ними. С другой стороны, менеджмент российских предприятий находится, как правило, под большим контролем акционеров, чем менеджмент западных компаний, что является своеобразным иммунитетом от злоупотреблений с их стороны.

Поэтому рассматривать этот закон как некий значимый барьер на пути сделок, совершенных с использованием инсайда, не приходится. Правильнее рассматривать его как одно из мероприятий по созданию условий для формирования в России действительно цивилизованного фондового рынка (однако не гарантирующих его появление).

Основная претензия к закону — это его попытка объять необъятное, а именно дать доскональное описание всех действий, которые подпадают под запрет. Отсюда же и делегирование ФСФР полномочий по формированию перечня инсайдерской информации. По-видимому, депутаты почувствовали, что не справятся с такой обширной задачей, и переложили это на плечи службы, которой проще постоянно уточнять этот перечень, внося изменения в свои нормативные акты. Фактически пишется не закон, а методическое пособие по выявлению и наказанию инсайдеров-манипуляторов.

С другой стороны, в этом же заключается и основное достоинство закона. В условиях тотального недоверия судам очевидно, что им перестал доверять и законодатель. Описывать в законах принципы (в данном случае — запрет совершения сделок при асимметрии информации между сторонами), на основании которых суды будут разрешать конкретные ситуации, да еще и сами будут выбирать санкцию (исходя из общих принципов права и собственно-



Анатолий Незнаев,

юрист «Пепеляев Групп»:

го понимания справедливости), видится российскому законодателю крайне непрактичным и неудовлетворительным способом регулирования общественных отношений, поскольку все, в том числе законодатели (не путать с депутатами), понимают, насколько непредсказуемые формы может принять судебное толкование законодательно закрепленных принципов.

— Идея принятия такого закона не является новой для России. Законопроект обсуждался без малого десять лет. Примечательно, что в процессе его обсуждения сменилось несколько руководителей ФСФР (ФКЦБ). В связи с этим логичным является вопрос: почему вступление законопроекта в силу должно произойти именно сейчас, а не раньше, когда фондовый рынок находился в стадии активного роста и его не потрясли кризисные явления экономики?

В первую очередь законопроект направлен на установление на российском фондовом рынке правил, по которым играют развитые страны мира уже не одно десятилетие.

Как мы видим из самого законопроекта, его цель — «обеспечение справедливого ценообразования на финансовые инструменты, иностранную валюту и (или) товары, равенства инвесторов и укрепление их доверия, а также пресечения злоупотреблений на организованных торгах в форме неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком».

Под инсайдерской информацией понимается «точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена (в том числе сведения, составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну, тайну связи (в части информации о почтовых переводах денежных средств) и иную охраняемую законом тайну), распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров, и которая относится к информации, включенной в соответствующий перечень инсайдерской информации».

Определение законопроектом инсайда дано в широком смысле. Возможно, по этой причине на ФСФР возлагается обязанность утвердить перечень информации, которая может быть признана инсайдерской. Также перечень инсайдерской информации должен быть самостоятельно разработан и утвержден некоторыми инсайдерами. Фактически без данного перечня, утвержденного ФСФР, законопроект будет являться недействующей нормой и применять его на практике будет невозможно. Когда появится перечень инсайдерской информации, спрогнозировать трудно. Однако, как показывает практика ФСФР (например, после принятия поправок в ФЗ «О рынке ценных бумаг» в части, позволяющей обращение ценных бумаг иностранных эмитентов на российском фондовом рынке), для разработки такого перечня потребуется какое-то время.

В дополнение к вышеизложенному законопроект содержит множество отсылочных норм, в частности помимо указанных выше правил ФСФР обязана под-



готовить документ, утверждающий порядок и сроки раскрытия инсайдерской информации, и т.п. В законопроекте представлен исчерпывающий перечень лиц, которые могут быть признаны инсайдерами. Формально их можно разделить на две основные категории: юридические лица (эмитенты, управляющие компании, хозяйствующие субъекты, занимающие доминирующее положение на рынке, клиринговые компании, а также иные компании, непосредственно связанные с рынком ценных бумаг, включая лиц, входящих в их органы управления, либо имеющие доступ к инсайдерской информации на основании гражданско-правовых договоров (оценщики и аудиторы)); органы государственной власти и местного самоуправления, а также их руководители.

Отметим, что действие данного законопроекта не распространяется на прокуратуру РФ.

Для целей пресечения злоупотреблений на организованных торгах в форме неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком законопроект приводит перечень действий, которые могут быть признаны манипулированием рынка. Например, если имеет место умышленное распространение через СМИ (включая Интернет) заведомо ложных сведений, в результате которых цена на финансовый инструмент отклонилась от уровня, который сформировался бы без распространения таких сведений, то СМИ, распространившие данную информацию, должны сообщить ФСФР сведения об инсайдере, который раскрыл им ее. Требования сообщить сведения об инсайдере распространяются как на издание, так и на главных редакторов и журналистов.

Первоначальная редакция законопроекта предусматривала ответственность для СМИ и лиц, связанных с данной профессией, за распространение инсайдерской информации. Однако в ходе длительного обсуждения и согласования законопроекта с журналистским сообществом положения законопроекта удалось смягчить. Теперь СМИ, главные редакторы или журналисты не будут нести ответственность, если публикация основана на дословных цитатах или других публикациях. Ответственность может наступить только в том случае, если указанными лицами была получена выгода или если ФСФР не были представлены сведения об источнике — распространителе ложной информации.

Не секрет, что уровень давления на российский бизнес со стороны всевозможных контролирующих органов велик. Законопроект не является исключением из сложившейся традиции, устанавливая очередные обязательные формы отчетности для бизнеса. В частности, лица, на которые распространяется действие законопроекта, обязаны вести список инсайдеров и уведомлять ФСФР об его изменении. Также на самих инсайдеров возлагается обязанность уведомлять ФСФР об операциях с ценными бумагами определенных эмитентов и т.п. Нарушение данных требований может повлечь наложение крупных административных штрафов.

Как было отмечено выше, органы государственной власти и местного самоуправления, а также их руководители могут быть отнесены к категории инсайдеров. Между тем из законопроекта не следует, должны или нет высо-

копоставленные чиновники нести ответственность за свои высказывания, которые повлекли изменения стоимости ценных бумаг эмитентов, как это было, например, в ситуации с «Мечелом».

Законопроектом вносится ряд поправок в Кодекс об административных правонарушениях (которые вступают в силу одновременно с вступлением в силу законопроекта) и Уголовный кодекс РФ, которые вступают в силу через 3 года после вступления законопроекта в силу.

Максимальный размер административного штрафа за нарушение законопроекта составляет 1 000 000 руб. Уголовно-правовое наказание будет более суровым — до 7 лет лишения свободы. Будем надеяться, что до начала вступления в силу поправок в Уголовный кодекс РФ законопроект будет отрегулирован.

Не совсем ясен вопрос с недействительностью сделок — с одной стороны, последствий недействительности сделок как сделок, совершенных с нарушением этого законопроекта, повлекло бы за собой коллапс рынка, но, с другой стороны, получается, что уплати штраф и будь спокоен. С учетом сумм, обращающихся на фондовом рынке, это небольшая цена вопроса.

Так или иначе, на данном этапе довольно трудно оценить последствия появления этого законопроекта. В любом случае должно пройти несколько лет и сформироваться практика его применения, в том числе и судебная.