



**Ирина Киселева**  
главный юриконсульт Юридического  
департамента ММВБ

## ИНСАЙДЕРСКАЯ ТОРГОВЛЯ: ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ В РОССИИ И США<sup>1</sup>

### ЛИЦА, ОТВЕТСТВЕННЫЕ ЗА ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ ИНСАЙДЕРСКОЙ ТОРГОВЛИ

В предыдущей публикации в данном разделе проанализированы такие категории инсайдеров, как корпоративные (традиционные) и временные инсайдеры, а также лица, передающие инсайдерскую информацию. Рассмотрим другие категории лиц, которые несут ответственность за незаконное использование инсайдерской информации.

#### Третьи лица, получающие инсайдерскую информацию

В решении по делу *Dirks v. United States* суд определил условия, в соответствии с которыми третьи лица, получающие инсайдерскую информацию, несут ответственность.

По мнению суда, лицо, получающее информацию, принимает на себя фидуциарную обязанность перед акционерами компании не торговать на основе существенной неопубликованной информации только при соблюдении следующих условий:

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

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

Таким образом, Верховный суд возложил на третьих лиц, получивших инсайдерскую информацию, фидуциарную обязанность, производную от фидуциарной обязанности инсайдера.

#### Работники компании-эмитента

Как было отмечено выше, ответственность за инсайдерскую торговлю могут нести не только руководители эмитента, но и лица, временно находящиеся с компанией в договорных отношениях (адвокаты, финансовые и инвестиционные консультанты и др.). Известные специалисты в вопросе правового регулирования инсайдерской торговли Уильям Вонг и Марк Стейнберг указывают, что если даже такие независимые от эмитента лица как адвокаты или консультанты, оказывающие услуги по до-

говору, могут быть признаны несущими фидуциарную обязанность перед эмитентом<sup>2</sup>, то работники эмитента также должны признаваться лицами, находящимися в фидуциарных отношениях с эмитентом. При этом работники не обязательно должны относиться к уровню руководства компании<sup>3</sup>. Бывшие руководители и работники эмитента также несут перед ним фидуциарную обязанность после увольнения. Так, по делу *Dirks* лицо, признанное виновным в осуществлении инсайдерской торговли, уже не работало в компании-эмитенте.

#### Компания-эмитент

Поскольку работники компании несут ответственность за инсайдерскую торговлю в соответствии с федеральным законодательством, считается, что сама компания-эмитент также находится в фидуциарных отношениях с ее акционерами. Эмитент не может передавать информацию в целях получения выгоды для себя. Когда инсайдер действует не напрямую, а через компанию, то ответственность будет нести эта компания<sup>4</sup>.

#### Акционеры компании

Миноритарные акционеры не несут фидуциарную обязанность перед компа-

<sup>1</sup> Окончание, начало в № 9 (11) и 10 (12), 2004 г.

<sup>2</sup> *Dirks*, 463 U.S. P. 655.

<sup>3</sup> *William K.S. Wang, Marc I. Steinberg. Insider Trading*. Little, Brown and Company, 1996. Supra note 128, P. 292.

<sup>4</sup> См.: *Joseph T. McLaughlin, Margaret A. Helen McFarlane. United States of America*, in: *Insider Trading*. Supra note 9, p. 290.



нией. Дела такого рода являются скорее исключением и встречаются в судебной практике чрезвычайно редко<sup>5</sup>.

Другое дело — акционеры, имеющие контроль над эмитентом. Таковые признаются находящимися в фидуциарных отношениях с корпорацией и могут быть привлечены к ответственности за инсайдерскую торговлю<sup>6</sup>.

Крупные акционеры, являющиеся владельцами более 10% акций эмитента, наравне с корпоративными инсайдерами (директорами и другими руководящими работниками) несут обязанность по раскрытию информации о находящихся в их владении ценных бумагах. Однако владельцы крупных пакетов акций не могут быть признаны инсайдерами автоматически. Критерии для определения того, является ли крупный акционер инсайдером, содержатся в решении суда по делу *Feldman v. Simkins Indus. Inc.* 1982 г., где указано, что для признания акционера инсайдером необходимо, чтобы лицо имело доступ к конфиденциальной информации, предоставляемой ему исключительно в корпоративных целях. По указанному делу *Feldman v. Simkins Indus. Inc.* некий господин Симкинс не был признан инсайдером, несмотря на то, что владел пакетом акций в 14%, поскольку не имел доступа к конфиденциальной информации.

### ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗА ИНСАЙДЕРСКУЮ ТОРГОВЛЮ И ПЕРЕДАЧУ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ

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

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

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

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

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

Срок исковой давности по делам о возмещении ущерба, причиненного инсайдерской торговлей, составляет 5 лет с момента совершения последней незаконной сделки.

Специальные нормы об ответственности установлены в отношении «лиц,

осуществляющих контроль». В соответствии со ст. 21А Закона лица, которые в момент совершения правонарушения прямо или косвенно контролировали правонарушителя, несут гражданско-правовую ответственность в виде штрафа, налагаемого судом по заявлению Комиссии. Размер штрафа не должен превышать 1 млн долл. или трехкратного размера полученного подконтрольным лицом-правонарушителем дохода (убытков, которых ему удалось избежать). Если контролируемое лицо передавало инсайдерскую информацию, то в целях ограничения размера ответственности его доход приравнивается к доходу лица, которому подконтрольное лицо непосредственно передавало инсайдерскую информацию.

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

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

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

- знало о том, что контролируемое лицо, скорее всего, вовлечено в правонарушение, однако пренебрегло этой информацией и не предприняло адекватных мер, направленных на предупреждение совершения правонарушения;
- умышленно или по небрежности пренебрегло обязанностью устанавливать и исполнять определенную политику и процедуры (а именно: ограничение доступа к важной неопубликованной ин-

<sup>5</sup> См.: *William K.S. Wang, Marc I. Steinberg. Insider Trading. P. 310.*

<sup>6</sup> См.: *Feldman V. Simkins Indus. Inc. 697 F.2d 1299 (9th Cir. 1982).*



формации или ее части, эффективное функционирование службы внутреннего контроля, установление обязанности сотрудников информировать руководство о совершаемых сделках с ценными бумагами и т. д.), установленные в ст. 15f и ст. 204А Закона «Об инвестиционных консультантах» 1940 г., что и привело к совершению правонарушения контролируемым лицом.

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

## ОСВОБОЖДЕНИЕ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ИНСАЙДЕРСКУЮ ТОРГОВЛЮ

Основания освобождения от ответственности за инсайдерскую торговлю установлены в Правиле 10b5-1.

### Физических лиц

Правило 10b5-1 предусматривает возможность освобождения физического лица от ответственности за инсайдерскую торговлю, если оно может доказать, что сделки купли/продажи ценных бумаг были заключены не на основе существенной неопубликованной информации, а это возможно в следующих случаях:

А. До того момента, когда лицо получило доступ к важной неопубликованной информации, оно осуществило следующие действия:

- заключило обязательный к исполнению контракт на покупку или продажу ценных бумаг;
- давало советы другому лицу осуществить покупку или продажу ценных бумаг по счету инструктируемого лица;
- утвердило письменный план для торгуемых ценных бумаг.

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

- определять количество ценных бумаг, которые должны быть куплены или проданы, а также их цену и дату продажи или покупки;
- включать письменную формулу или компьютерную программу определения количества ценных бумаг, которые должны быть куплены или проданы, а также их цену и дату продажи или покупки;
- не содержать запрета на то, чтобы лицо впоследствии могло оказывать вли-

яние на решение о заключении сделок купли/продажи ценных бумаг, в том числе, времени, месте и способе совершения этих сделок; закреплять положение о том, что любое лицо, которое в соответствии с контрактом, инструкцией или планом может осуществлять влияние на условия заключения сделки купли/продажи ценных бумаг, не должно владеть важной неопубликованной информацией на момент заключения сделки.

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

### Юридических лиц

В соответствии с Правилем 10b5-1 юридическое лицо в целях освобождения от ответственности за инсайдерскую торговлю также может ссылаться на то, что сделки купли/продажи ценных бумаг были совершены не на основе важной неопубликованной информации. Для этого необходимо доказать следующее:

- физическое лицо, которое принимало от имени компании решение о покупке или продаже ценных бумаг, не владело важной неопубликованной информацией;
- юридическое лицо предпринимало меры, направленные на то, чтобы физические лица, принимающие от его имени инвестиционные решения, не нарушали законы, запрещающие инсайдерскую торговлю.

Такая политика и процедуры могут включать следующие ограничения:

- ограничения на покупку или продажу ценных бумаг (действия, которые могут привести к покупке или продаже ценных бумаг), о которых имеется важная неопубликованная информация;
- превентивные меры против получения физическими лицами доступа к важной неопубликованной информации.

### Лиц, осуществляющих контроль

По общему правилу, наниматели, осуществляющие контроль лиц, обвиняемых в осуществлении инсайдерской торговли, не отвечают за действия этих подконтрольных лиц за исключением специально перечисленных в законе случаев, которые были рассмотрены выше.

### Полномочия Комиссии по отмене ограничения ответственности

Комиссия наделена беспрецедентным объемом полномочий, когда дело касается защиты прав инвесторов и обеспечения надежного, прозрачного и эффективного функционирования рынка ценных бумаг. Она не только имеет право издавать нормативные акты, запрещающие новые виды мошеннической торго-

вой практики, но вправе в каждом конкретном случае рассматривать вопрос о признании лица нарушителем норм, запрещающих инсайдерскую торговлю и передачу инсайдерской информации даже при наличии предусмотренных в законе оснований освобождения этого лица от ответственности.

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

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

## РЕГУЛИРОВАНИЕ НА СРОЧНОМ РЫНКЕ США

Регулирование срочного рынка США базируется на целом ряде принципов, причем основные могут быть сведены к следующему положению: все участники срочного рынка должны быть свободны и равны при осуществлении торговли, а рынок должен отражать всю доступную информацию частного и публичного характера с целью эффективного выполнения им функции ценообразования.

Данный принцип находит свое отражение, в частности, в нормах, запрещающих осуществление инсайдерской торговли. Закон «О товарных биржах» 1936 г. (далее – Закон) содержит прямой запрет инсайдерской торговли. Более того, инсайдерская торговля признается felonией, т. е. одним из наиболее тяжелых уголовных преступлений.

Законодательство США не содержит понятие «инсайдер на срочном рынке», однако, устанавливая запрет инсайдерской торговли, дает перечень лиц, которые при определенных в законе условиях могут быть признаны лицами, осуществляющими инсайдерскую торговлю, а значит, ответственными за нее. В соответствии со ст. 13 Закона к таким лицам относятся:

- работники или члены органов управления бирж, а также служащие государственных органов, регулирующих срочный рынок, которым по закону прямо запрещено участвовать в любых операци-



ях с производными инструментами, осуществляемых на основе конфиденциальной информации, которая им стала известна в связи с занимаемой должностью;

– иные лица, заключающие сделки с производными инструментами на основе конфиденциальной информации, полученной от работников или членов органов управления бирж, а также служащих регулирующих органов.

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

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

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

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

занные с его уголовным преследованием.

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

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

– в операциях с фьючерсными контрактами;

– в любой другой сделке, которая в торговых кругах характеризуется как опцион, привилегия, гарантия, предложение цены, пут, колл, гарантия роста или гарантия падения;

– любой операции по поставке любого товара в соответствии со стандартизированным контрактом, всеобщим известным в торговых кругах как маргинальный счет, маргинальный контракт, левверидж-счет, левверидж-контракт;

– на основе любого другого контракта, счета, соглашения, схемы или любой другой модели, которую Комиссия определяет как выполняющую функции срочного стандартного контракта/осуществляемую способом, похожим на способ организации торговли на рынке срочных стандартных контрактов.

Закон также устанавливает ответственность лиц, получающих информацию от вышеперечисленных инсайдеров и использующих ее в своих целях. Так, в соответствии со ст. 13 Закона любое лицо может быть подвергнуто уголовному преследованию и наказанию в виде штрафа до 1 млн. долл. в случае, если оно является юридическим лицом, и до 500 тыс. долл., если оно является физическим лицом, а также тюремному заключению на срок до 5 лет, если оно осуществляло торговлю на срочном рынке на основе инсайдерской информации, полученной от инсайдеров в Комиссии, а также инсайдеров на бирже или в Национальной фьючерсной ассоциации. Противозаконными признаются действия лица, преднамеренно и осознанно осуществляющего торговлю (по собственному счету или по счету другого лица) фьючерсными контрактами или опционами на основе существенной неопуб-

ликованной информации, которую данное лицо получило от наемного работника, члена правления, члена любого комитета биржи, срочной биржи или члена зарегистрированной фьючерсной ассоциации; либо получившего инсайдерскую информацию от комиссионеров или наемных работников Комиссии и использующего эту информацию для совершения операций с фьючерсными контрактами, либо любой другой сделки, которая в торговых кругах характеризуется как опцион, привилегия, гарантия, предложение цен, пут, колл, гарантия роста или гарантия падения; или для совершения операции по поставке любого товара в соответствии со стандартизированным контрактом, всеобщим известным в торговых кругах как маргинальный счет, маргинальный контракт, левверидж-счет, левверидж-контракт, или для совершения операции на основе любого другого контракта, счета, соглашения, схемы, или любой другой модели, которую Комиссия определяет как выполняющую функции срочного стандартного контракта/осуществляемую способом, похожим на способ организации торговли на рынке срочных стандартных контрактов.

\*\*\*

Большинство стран расценивают инсайдерскую торговлю как правонарушение и относят такие дела к юрисдикции судов. Инсайдерская торговля наряду с манипулированием и другими видами незаконной торговой практики на финансовых рынках ведет к разрушению эффективного функционирования последних. Применение законодательства, запрещающего инсайдерскую торговлю на финансовых рынках, должно быть незамедлительным, а наказание неотвратимым и существенным для его нарушителей.

В США предусмотрены различные виды ответственности за данное правонарушение, что расширяет возможности государственных органов осуществлять более результативное противодействие незаконной торговой деятельности, позволяя быть гибче в превенции и пресечении правонарушений. Проще запретить незаконную деятельность, наложить штраф или получить возмещение ущерба в гражданском процессе, чем доказать вину по уголовному делу. В то же время по наиболее опасным, значимым для рыночного сообщества случаям возбуждаются уголовные дела. Таким образом, закрепление в законодательстве Российской Федерации нескольких видов ответственности за инсайдерскую торговлю в зависимости от тяжести совершенного правонарушения представляет наиболее предпочтительным. ■