

Бикбулатов Т. И., аспирант НИУ ВШЭ, Москва, 7402065@mail.ru

КОНКУРЕНЦИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

(УГОЛОВНО-ПРАВОВЫЕ РИСКИ НЕПРАВОМЕРНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ)



Статья посвящена рассмотрению вопросов влияния незаконного использования инсайдерской информации на рынок ценных бумаг. Автор делает предположение, что обладание инсайдерской информацией нарушает институт конкуренции, законные интересы участников рынка.

Ключевые слова: инсайдерская информация, недобросовестная конкуренция на рынке ценных бумаг, уголовная ответственность за неправомерное использование инсайдерской информации, инсайдеры.

Введение

Современный рынок ценных бумаг занимает одно из центральных мест в мировой финансовой системе. В то же время для большинства населения нашей страны, даже экономически активного, он остается незаметным. Фондовый рынок¹ является важным институтом, который затрагивает интересы широкого круга лиц от пенсионеров, имеющих накопления, которые соответствующий государственный или негосударственный фонд может инвестировать, и рабочих завода (акционерного общества), владеющих его акциями, до владельцев крупных пакетов акций больших корпораций, чиновников и профессионалов рынка.

Находясь в первом эшелоне институтов, составляющих финансовую систему страны, отношения, складывающиеся на рынке ценных бумаг, слабо защищены законом. Один из действенных способов защиты — уголовный закон, в задачи которого входит

в том числе охрана собственности от преступных посягательств (ст. 2 УК РФ). Однако уголовный закон до недавнего времени не отражал реальной ситуации, складывающейся в этой сфере, не отвечал он и мировым тенденциям в развитии уголовного законодательства, ограничивающего незаконную деятельность на РЦБ. В. Л. Тарачев и Л. В. Азимова справедливо отмечают, что в области государственного регулирования нормативная база финансового рынка отстает значительно². Справедливо замечание И. А. Клепицкого, который относит уголовный закон к наиболее либеральному и «рыночному» средству государственного воздействия на рынок ценных бумаг. Именно он в наибольшей степени соответствует парадигме *laissez-faire*³, четко очерчивая запрет, и не вмешивается в отношения добросовестных участников рынка.

² Тарачев В. А., Азимова Л. В. Манипулирование и инсайдерская торговля на финансовых рынках: обзор законодательства и тенденции регулирования. М., 2002. С. 2.

³ *Laissez-faire* (франц.) — принцип невмешательства, экономическая доктрина, согласно которой государственное вмешательство в экономику должно быть минимальным.

¹ В данной статье понятия «фондовый рынок» и «организованный рынок» используется как синоним понятия «рынок ценных бумаг».

Уголовный кодекс на защите инсайдерской информации

Важной вехой в борьбе с преступлениями, совершаемыми на РЦБ, явился Федеральный закон от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Он закрепил понятие «инсайдерская информация» и другие понятия, уже знакомые российской науке и практике по зарубежным источникам.

Следует отметить, что охват именно этих двух явлений — манипулирования и инсайдерской торговли одним общим законом выглядит вполне оправданным. Во многих случаях инсайдерская торговля и манипулирование тесно связаны, хотя могут существовать и отдельно⁴. В УК РФ введена статья 185.6, предусматривающая максимальное наказание в виде лишения свободы по ч. 2 сроком до 6 лет. Однако с принятием нового закона реальное положение дел с злоупотреблениями инсайдерской информацией на РЦБ вряд ли изменится.

Американские ученые на примере 103 стран мира проследили зависимость стоимости акционерного капитала от наличия законодательства и правоприменительной практики по неправомерному использованию инсайдерской информации. Из исследования следует, что само по себе наличие законов, запрещающих эти действия, не дает результата, но положительные подвижки происходят с момента вынесения первого судебного решения⁵.

Рынок ценных бумаг (РЦБ) — система экономических отношений по поводу вы-

пуска и обращения ценных бумаг. Объектом обращения на РЦБ выступают ценные бумаги.

Закон определяет *инсайдерскую информацию* как точную и конкретную информацию, которая не была распространена или предоставлена, распространение которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров. Законодательство зарубежных стран схоже регламентирует, какую информацию считать инсайдерской. Однако сложно понять, когда публично недоступную информацию следует признать существенной настолько, что ее использование будет являться основанием для привлечения лица к ответственности. В США применяется более широкая трактовка определения «существенная» — информация признается значимой, существенной, если среднестатистический инвестор ожидает, что она может повлиять на изменение цены акций⁶.

В экономическом англо-русском словаре термин «инсайдерская информация» (от англ. *inside information*) переводится как внутренняя информация (компании, банка и т. д.), недоступная широкой общественности⁷.

Ключевым отличием инсайдерской информации от других видов информации с ограниченным доступом, таких как банковская, служебная, коммерческая тайна, является то, что она должна сохраняться от третьих лиц достаточно короткое время. Затем инсайдерская информация подлежит обязательному раскрытию⁸. Законо-

⁶ Basic. Inc. v. Levinson. 485 U. S. 224. 1988.

⁷ Иванов С. С., Кочетков Д. Ю. Большой англо-русский экономический словарь. М.: Центрполиграф, 2007. С. 287.

⁸ Вавулин Д. А., Федотов В. Н., Емельянов А. С. Комментарий к Федеральному закону 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» (постатейный). М.: Юстицинформ, 2011. С. 34.

⁴ Кошель Д. Е. Проект закона об инсайте: неминуемые проблемы правоприменения // Вестник Омского университета. Серия «Право». 2010. №3. С. 76.

⁵ Utpal Bhattacharya, Hazem Daouk. The World Price of Insider Trading // The Journal of Finance. Vol. 57. Issue 1. P. 75–108. Feb., 2002.

датель заимствовал для целей Федерального закона № 224 иностранное слово, что на всех этапах обсуждения законопроекта вызывало дискуссию о необходимости замены термина «инсайдерская информация» на русский аналог, например, «внутренние служебные сведения». Более того, авторы законопроекта многократно пытались найти адекватную замену термину, однако это не удалось⁹. В настоящей статье будем использовать термин «инсайдерская информация» как синоним внутренней информации (о делах, состоянии деятельности фирмы, предприятия, общества).

В контексте уголовно-правовой науки инсайдерскую информацию следует рассматривать именно как предмет уголовно-правовой охраны. Исследователи указывают, что одна из функций информации — снятие неопределенности¹⁰. О. Н. Шуть обращает внимание на то, что информация — это средство снижения неопределенности и риска, способствующее реализации целей субъекта.

Нет ничего предосудительного в том, что экономические агенты стремятся знать больше. Но одни узнают, находясь в пределах правового поля, исходя из анализа различных факторов рынка, макро- и микроэкономической статистики, официальных новостей, оценок рейтинговых агентств, а другие стараются любым путем достигнуть своих целей, часто следуя более коротким преступным путем.

Объективная сторона деяния состоит в осуществлении операций с финансовыми инструментами, валютой или товарами, которых касается инсайдерская информация. Кроме того, запрещаются побуждения и обявления к заключению подобных сделок (ч. 1 ст. 185.6 УК РФ). При этом преступнику грозит лишение свободы от 2 до 4 лет.

⁹ Там же.

¹⁰ Петров М. А. О соотношении понятий «знание» и «информация»: дисс. ... канд. филос. наук. Красноярск, 2005.

Часть 2 ст. 185.6 УК содержит самостоятельный состав, предусматривающий ответственность за неправомерную передачу инсайдерской информации другому лицу. Причем максимальный срок наказания в виде лишения свободы за это преступление составляет уже 6 лет.

Опишем классический пример инсайдерской сделки. Менеджер отдела M&A компании «А», зная о том, что ведется подготовка сделки, в результате которой контрольный пакет акций компании «Х» будет выкуплен с рынка компанией «У», пополняет сам или через подставных лиц свой портфель акциями компании «Х» и продает их после официального опубликования информации о сделке, но уже по возросшей цене, при этом незаконно извлекая прибыль¹¹.

Ввиду того, что ст. 185.6 УК РФ вступает в силу только 30 июля 2013 г., рассмотрим неправомерное использование инсайдерской ответственности на примере реального дела в США.

Е. Плоткин, выходец из России, выпускник Гарварда и аналитик *Goldman Sachs*, и Д. Пайцин, который познакомился с Плоткиным во время непродолжительной работы в Инвестбанке, организовали преступную схему. В нее были вовлечены их друзья и знакомые, передававшие им инсайдерскую информацию, а также работник типографии, привозивший Плоткину свежие номера журнала *Business Week*. Прочитав новости о ближайших сделках слияния и поглощения, преступники скупали акции этих компаний¹². Плоткин был приговорен к лишению свободы на 4 года и 9 мес. с условием выплатить в пользу государства штраф в размере 6,7 млн долл. Если бы он не признал свою вину, американский суд мог вынести решение о лишении свободы на 165 лет.

Заметим, что именно временной фактор делает инсайдерскую информацию незакон-

¹¹ US v. Spigelman, Plotkin, Renteria 06 mag 0504.

¹² Adidas Salomon AG и Reebok.

ным конкурентным преимуществом, а обладание ею ставит новых владельцев в преимущественное положение по сравнению с другими участниками рынка, потому что позволяет на ее основе получить незаконную прибыль.

Однако само по себе использование внутренней информации, по российскому законодательству, не содержит состава преступления ст. 185.6 УК РФ. Действия будут считаться преступлением, только если они причинили крупный ущерб, превышающий 2,5 млн руб., либо позволили злоумышленнику избежать наступления убытков на ту же сумму.

Инсайдеры

Субъект преступления — специальный. К *инсайдерам* ст. 4 Федерального закона № 224 относит лиц, имеющих гражданско-правовые или трудовые договоры с эмитентами и управляющими компаниями, организаторами торговли, клиринговыми организациями, профессиональными участниками рынка, а также аудиторов, крупных акционеров, членов совета директоров (наблюдательного совета) и др., кроме того указанный Федеральный закон обязывает вести собственный список инсайдеров — участников РЦБ. Неисполнение или ненадлежащее исполнение своих обязанностей лицами, обязанными вести список инсайдеров, влечет наложение административного штрафа в соответствии со ст. 15.35 КоАП РФ.

В словаре общей лексики даны следующие переводы слова с английского языка на русский: 1) свой человек; член общества или организации; 2) хорошо осведомленный человек. В экономическом словаре «инсайдер» переводится на русский язык как лицо, в силу служебного положения располагающее конфиденциальной информацией о делах фирмы. В Оксфордском словаре (*Oxford dictionary*) под инсайдером понимается человек, входящий в группу или орга-

низацию, посвященный в информацию, недоступную другим¹³.

Вопреки опыту большинства зарубежных стран, российский законодатель целенаправленно отказался от разделения инсайдеров на первичных и вторичных. Это объясняется тем, что расширение круга инсайдеров, в который могут попасть и водитель такси, и уборщица офиса, может привести к необоснованно пространному толкованию закона и расширению его действия на неограниченный круг лиц. Отсутствие ответственности лиц, не имеющих обязательств не использовать и сохранять инсайдерскую информацию до определенного времени в тайне, в российских условиях оправдано. Во-первых, этот факт снижает репрессивность закона, во-вторых, исключает злоупотребления со стороны правоприменителя.

Вторичные инсайдеры — лица, располагающие служебной информацией в связи с их профессиональной деятельностью или выполнением ими иных обязанностей. Это чиновники, ликвидаторы, работники бирж и банков, контрагенты по договорам, адвокаты, консультанты, архитекторы, журналисты, вплоть до водителя и парикмахера, которым служебная информация стала известна в связи с осуществлением ими профессиональных функций¹⁴. Такая трактовка понятия «вторичный инсайдер» характерна для континентальной системы права.

Каким же должно быть поведение добросовестного инсайдера? Интересна точка зрения А. В. Федотова, поднявшего в своей монографии вопрос наличия в правовой системе вообще, и в уголовном праве России, в частности, фикции «среднедобросовестного человека». Одной из функций этой юридической фикции автор определяет установление стандартов минимального прием-

¹³ Вавулин Д. А., Федотов В. Н., Емельянов А. С. Указ. соч. С. 58.

¹⁴ Клепицкий И. А. Инсайдерская информация и уголовный закон // Закон. 2011. №9. С. 67–69.

лемого поведения для различных профессий и видов человеческой деятельности, а также регулярно повторяющихся, типичных жизненных ситуаций¹⁵. Публичный рынок капитала, одной из составляющих которого является рынок ценных бумаг, представляет собой сложный механизм гармонизации самых разных участников — от инвесторов и эмитентов до регулирующих и фискальных органов государственной власти. Так, «Кодекс корпоративного поведения», положения которого носят рекомендательный характер, указывает, что законодательство не регулирует, да и не может регулировать, все вопросы, оставляя участникам отношений возможность выбора варианта поведения. Многие вопросы, связанные с корпоративным поведением, лежат за пределами законодательной сферы и имеют этический, а не юридический характер¹⁶. В силу того, что внутренняя система организованной рыночной торговли не имеет достаточных механизмов регуляции, законодатель ставит эти отношения под охрану уголовного закона.

Субъективная сторона преступления характеризуется прямым умыслом, неосторожное распространение инсайдерской информации не влечет уголовной ответственности.

В соответствии с целями настоящей статьи рассмотрим, как инсайдерская торговля влияет на состояние конкуренции на РЦБ.

Влияние инсайда на конкуренцию

Как влияет неправомерное использование инсайдерской информации на такой институциональный признак рынка, как конкуренция? Следует согласиться с А. В. Васильчиковым, который указывает на глобальную проблему российского рынка ценных бумаг, связанную с манипулированием и использо-

ванием инсайдерской информации¹⁷. Ряд авторов называют российский рынок инсайдерским и предлагают его по этой причине закрыть¹⁸.

Федеральный закон от 26 июля 2006 г. № 135-ФЗ «О защите конкуренции» описывает соперничество хозяйствующих субъектов, при котором самостоятельными действиями каждого из них исключается или ограничивается возможность каждого в одностороннем порядке воздействовать на общие условия обращения товаров на соответствующем товарном рынке.

Неправомерное использование инсайдерской информации, в свою очередь, негативно влияет на нормальное течение конкурентных процессов и подпадает под определение недобросовестной конкуренции, при которой действия хозяйствующих субъектов направлены на получение преимуществ при осуществлении предпринимательской деятельности, противоречащих законодательству Российской Федерации, обычаям делового оборота, требованиям добропорядочности, разумности и справедливости.

Действия инсайдеров на первый взгляд могут подпадать под понятие мошенничества, однако норма о мошенничестве (ст. 159 УК РФ) неприменима, поскольку отсутствует имущественный ущерб в строгом юридическом смысле слова. Введенный в заблуждение инвестор приобретает или продает ценную бумагу по той цене, которая сложилась на фондовом рынке. Это и есть реальная цена ценной бумаги. В дальнейшем курс ценной бумаги может повыситься или понизиться, ее покупатель получит прибыль или убытки, может продать ее или оставить в своей собственности, за что продавец ценной бумаги не несет ответственности. В противном случае большинство сде-

¹⁵ Федотов А. В. Фикция среднего человека в российском уголовном праве. Ч. 1 / под ред. А. Э. Жалинского. М.: Юрлитинформ, 2012. С. 172.

¹⁶ Распоряжение ФКЦБ № 421/р от 04.04.2002.

¹⁷ Васильчиков В. А. Конкурентные отношения на рынке ценных бумаг в современных условиях. Дисс. ... канд. экон. наук. Самара, 2007.

¹⁸ Соколов М. Инсайдерская информация. Слияния и поглощения. 2004. № 2. С. 75.

лок на фондовом рынке следовало бы квалифицировать как мошенничество.

И. Ширинян отмечает, что инсайдерские сделки, с точки зрения теории экономической эффективности, просто перемещают материальные ценности от неинформированной стороны к хорошо информированной стороне и являются сделками с нулевой эффективностью¹⁹.

В учебнике «Конкурентное право России»²⁰ указывается пять предпосылок (принципов), достаточных для существования конкуренции на рынке:

1) все конкуренты должны действовать самостоятельно, не сговариваясь друг с другом;

2) количество конкурентов, как уже имеющих, так и потенциальных, должно быть достаточным для того, чтобы устранить экстраординарные доходы;

3) все экономические агенты должны обладать приемлемым знанием рыночных возможностей;

4) должна существовать свобода (от социальных ограничений) для действия в соответствии с этим знанием;

5) должно пройти достаточно времени для того, чтобы ресурсы начали расходоваться в количествах и целях, которые определили их владельцы.

На российском рынке можно увидеть грубые нарушения и пренебрежения этими принципами, однако далее подробно рассмотрим признак 3) применительно к современной модели рынка ценных бумаг. Признак равенства инвесторов и укрепление их доверия является одной из целей Федерального закона № 224 (п. 1 ст. 1).

О каком же равенстве участников говорит законодатель? В первую очередь, уча-

¹⁹ Ширинян И. Мировой опыт использования инсайдерской информации на рынке ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2005. № 1.

²⁰ Конкурентное право России: учебник / отв. ред. И. Ю. Артемьев, А. Г. Сушкевич. М.: НИУ ВШЭ, 2012. С. 15–16.

стники РЦБ должны иметь равный доступ к информации. И. Шаринян указывает, что в зарубежных странах (США, Япония, Австралия) криминообразующий фактор деяния находится в рамках концепции информационной асимметрии²¹.

Экономический словарь описывает информационную асимметрию как ситуацию, когда одна группа владельцев ресурсов или покупателей владеет необходимой информацией, а другая нет²².

Л. И. Полищук рассматривает эту проблему как борьбу за ренту, при которой усилия расходятся на получение некоторых ресурсов на нерыночной основе²³. М. В. Антонов и Г. Ю. Трофимов, анализируя модель взаимодействия на рынке акций нескольких типов агентов, различающихся по степени информированности, указывают на факт экономической асимметрии при осуществлении инсайдерских сделок²⁴. Так, инсайдер, приняв те или иные решения, ставит себя в более выгодное положение по сравнению с другими участниками рынка, он находится в положении большей осведомленности, что дает им возможность использовать свое привилегированное положение, а также состояние неинформированной части рынка для получения высоких прибылей²⁵.

Заключение

Предпринятый анализ позволяет сделать следующие выводы. Во-первых, приведение

²¹ Ширинян И. Указ. соч.

²² Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. М.: ИНФРА-М, 2006.

²³ Полищук Л. И. Борьба за ренту при экономической асимметрии; политэкономический анализ. Видеокурс [Электронный ресурс] www.video.edu.ru/video/123.

²⁴ Антонов М. В., Трофимов Г. Ю. Аномальные эффекты торговли инсайдеров. Экономика и математические методы. Т. 30. Вып. 2. 1994. С. 57.

²⁵ Там же.

российского законодательства в соответствии с общемировыми стандартами имеет благие цели, однако их достижение без комплексного решения проблем в данной весьма специфической сфере не видится возможным.

Во-вторых, неправомерное использование инсайдерской информации фундирует неравное положение участников РЦБ и ведет к информационной асимметрии.

В-третьих, эти нарушения продуцируют угнетение нормального конкурентного процесса и ведут к экономической деградации рынка, снижению инвестиционной привлекательности России, как для российских, так и для иностранных инвесторов.

В-четвертых, большее внимание следует уделить общепрофилактическим и специальным мерам предупреждения преступлений, в противном случае господствующее мнение, что «жадность — это хорошо», может свести на нет все усилия.

Список литературы

1. *Stigler G. J.* Perfect competition, historically contemplated // *Journal of Political Economy*. 1957. 65. reprinted in *Stigler G. J. Essays in the history of Economics*. Chicago; L.: The University of Chicago Press, 1965.
2. *Utpal Bhattacharya, Hazem Daouk.* The World Price of Insider Trading // *The Journal of Finance*. Vol. 57. Issue 1. P. 75–108. Feb. 2002.
3. *Антонов М. В., Трофимов Г. Ю.* Аномальные эффекты торговли инсайдеров // *Экономика и математические методы*. Т. 30. Вып. 2. 1994.
4. *Вавулин Д. А., Федотов В. Н., Емельянов А. С.* Комментарий к Федеральному закону 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» (постатейный). М.: Юстицинформ, 2011. С. 34.
5. *Васильчиков В. А.* Конкурентные отношения на рынке ценных бумаг в современных условиях: дисс. ... канд. экон. наук. Самара, 2007.
6. *Клепицкий И. А.* Инсайдерская информация и уголовный закон // *Закон*. 2011. № 9. С. 67–69.
7. *Конкурентное право России: учебник / отв. ред. И. Ю. Артемьев, А. Г. Сушкевич*. М.: НИУ ВШЭ, 2012. С. 15–16.
8. *Кошель Д. Е.* Проект закона об инсайте: неминуемые проблемы правоприменения // *Вестник Омского университета*. Серия «Право». 2010. № 3. С. 76.
9. *Петров М. А.* О соотношении понятий «знание» и «информация»: дисс.... канд. филос. наук. Красноярск, 2005. С. 13.
10. *Полицук Л. И.* Борьба за ренту при экономической асимметрии; политэкономический анализ. Видеокурс [Электронный ресурс] www.video.edu.ru/video/123.
11. *Соколов М.* Инсайдерская информация // *Слияния и поглощения*. 2004. № 2.
12. *Тарачев В. А., Азимова Л. В.* Манипулирование и инсайдерская торговля на финансовых рынках: обзор законодательства и тенденции регулирования. М., 2002. С. 2.
13. *Федотов А. В.* Фикция среднего человека в российском уголовном праве. Ч. 1 / под ред. А. Э. Жалинского. М.: Юрлитинформ. 2012. С. 172.
14. *Ширинян И.* Мировой опыт использования инсайдерской информации на рынке ценных бумаг // *Рынок ценных бумаг*. 2005. № 1. С. 65–68.

T. Bikbulatov, postgraduate student, HSE, Moscow, 7402065@mail.ru

COMPETITION IN THE SECURITIES MARKET (THE LEGAL RISKS OF MISUSE OF INSIDER INFORMATION)

The article considers the impact of illegal use of insider information on the securities market. The author makes the assumption that the possession of inside information violates the institute of competition and legal interests of market participants.

Key words: insider information, unfair competition in the securities market, the responsibility for illegal use of inside information.