

УДК 658.012 “71”

Цапенко И.В.,*Московский государственный университет путей сообщения***ПРОБЛЕМЫ ОРГАНИЗАЦИИ И РЕГУЛИРОВАНИЯ
ИНСАЙДЕРСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

Аннотация. Рассмотрена проблема организации и регулирования инсайдерской деятельности, предлагаются пути предотвращения бизнеса инсайдеров, а также подходы к оценке ущерба от деятельности инсайдера. Приводятся законодательные нормы по работе инсайдеров в областях: защита функций, личная защита, угроза штрафа, возмещение убытков пострадавшим. Осуществлен анализ регулирования деятельности инсайдеров на примере Германии. Исследована проблема фронтраннинга. Обоснован вывод о необходимости совершенствования организации и регулирования инсайдерской деятельности в России.

Ключевые слова: инсайдер, инвестор, рынок капиталов, оценка ущерба, ценные бумаги, фронтраннинг.

I. Tsapenko*Moscow State University of Railway Engineering***PROBLEMS OF ORGANIZATION AND REGULATION OF INSIDER ACTIVITY**

Abstract. This article tackles the problem of organization and regulation of insider activity, the ways of preventing business insiders, as well as approaches to assessing the damage from insider activities. Legislative rules related to insiders' work in the areas of protection functions, personal protection, fine threat, damages to the victims are considered. The analysis is conducted of the regulation of insiders' activity by example of Germany. The problem of frontranning is examined. The conclusion is made about the necessity to perfect the organization and regulation of insider activity in Russia.

Keywords: insider, investor, capital market, damage assessment, securities, frontranning.

Во время убыстряющихся инновационных перемен, очень важно, чтобы на рынке долгосрочных капиталов предприятиям могли быть предоставлены необходимые средства для реализации новаций. Готовность инвестора участвовать в каком-либо предприятии подпиской на акции или их приобретением во многом зависит от доверия к функционирующему рынку долгосрочных капиталов. Среди прочих факторов доверия регулярно называется масштаб деятельности инсайдеров всех групп инвесторов [2; 6; 7; 9]. Именно поэтому преследуются незаконные сделки инсайдеров. Существенную долю защиты вкладчиков составляет регламентирование деятельности инсайдеров, что представляет собой актуальную проблему.

Под информацией инсайдера понимается такая информация, которой потенциальный партнер по бизнесу владеть не может. При этом следует отличать факторы определения стоимости информации, которая затрагивает это конкретное предприятие, от особых знаний об отношениях на рынке. Регулирование деятельности инсайдеров касается исключительно факторов определения стоимости из-за поступков инсайдеров. Характерным является преимущество во времени. До тех пор, пока информация не стала общедоступной, она может обеспечить большие доходы.

С понятием инсайда связано ограничение частной сферы применения регламентации. Инсайдерами называются лица, владеющие «внутрибиржевой» информацией о предприятиях [7; 8]. Главной целью всех правил о работе инсайдера является предотвращение того, что недоступная всем важная для оценки ценных бумаг информация была использована на биржевом рынке в ущерб рыночным партнерам. Если на рынке дело не доходит до активного бизнеса инсайдеров, не возникает также и ущерба финансового центра, претензий на возмещение ущерба и штрафов инсайдеров. Таким образом, главной целью является предотвращение бизнеса инсайдеров. Этого можно достичь двумя путями:

– во-первых, тем, что лучше информированному участнику рынка временно запрещается непосредственное участие или участие через посредников на рынке ценных бумаг относительно затронутых ценных бумаг, а также запрещается передавать свою информацию другим лицам;

– во-вторых, тем, что разница в информированности ликвидируется

за счет опубликования всех фактов и данных, важных для оценки ценных бумаг.

В настоящее время очень важной проблемой в регламентации деятельности инсайдеров является оценка ущерба от их деятельности. Крупнейшая в мире инспекция рынка ценных бумаг U.S. Securities and Exchange Commission (S.E.C.) (Комиссия по делам фондовых бирж и выпуску ценных бумаг) указывает на то, что наряду с преследуемой по закону деятельностью инсайдеров существует еще и «легальный» бизнес инсайдеров. При этом речь идет о разрешенных транзакциях ведущих служащих в акции своих предприятий. Исследования показали, что инсайдерам с «легальным» бизнесом удается достичь лучшего результата в сравнении с обычными показателями [1; 5; 7]. Такие условия на рынке пытаются использовать также и эксперты по управлению имуществом и менеджеры инвестиционных фондов.

Во всех странах право биржевых инсайдеров определяется двумя идеями: защитой вкладчиков и рынка долгосрочных капиталов. Законодательные нормы по работе инсайдеров стремятся повысить привлекательность рынка. Законодательные нормы фокусируются на четырех основных пунктах, которые указаны ниже.

1) Защита функций. Как уже отмечалось, к первостепенным задачам бирж в рыночной системе относится посредничество в превращении экономленных средств в инвестиции. Регламентирование работы инсайдера, которое устраняет уже само подозрение на возможность злоупотребления, удерживает и привлекает новых частных вкладчиков и является одним из

условий дееспособного рынка долгосрочных капиталов.

При этом задачей законодателей является поддержание и повышение эффективности рынков при помощи законов и распоряжений. Еще раз стоит подчеркнуть, что требуется не только национальный, но и выходящий за пределы государства взгляд на ситуацию. Усиление роста и конкуренции под международным углом зрения ведет к тому, что, например, в России должны быть устранены препятствия для развития рынка долгосрочных капиталов.

2) Личная защита. Следующей целью запрета на деятельность инсайдеров является защита отдельных частных вкладчиков. Так, например, в Германии право на свободное развитие личности ограничено требованием о равенстве прав. Свободная конкуренция в соответствии с этим принципиально означает предоставление равных шансов для конкурентов. Тем самым бизнес инсайдеров запрещается, так как при ситуации на рынке, когда работают инсайдеры, риски партнеров по бизнесу уже не равны. Чтобы исключить такое ущемление интересов, каждый отдельный участник рынка должен быть защищен. Индивидуальная защита в противовес функциональной защите представляет собой самостоятельную цель того же уровня. При этом речь идет не о защите доверия вкладчика, а о защите его имущества.

3) Возмещение убытков пострадавшим. На законодательной основе пострадавшим вкладчикам должна быть дана возможность осуществить свои требования. Однако урегулированием вопроса о возмещении реша-

ется проблема уже понесенных из-за деятельности инсайдеров убытков. Поэтому предпочтительнее изначально предотвратить бизнес инсайдера по принципу: «не было бы бизнеса инсайдера, не было бы и ущерба».

4) Угроза штрафа. Чтобы решить проблему деятельности инсайдера, недостаточно обязать вернуть полученные от деятельности инсайдера доходы. Регулирование, построенное исключительно на возмещении убытков пострадавшим, не решает проблему в целом. Оно должно включать в себя соответствующий штраф инсайдера. Чем выше штраф грозит нарушителю, тем выше для него торговый риск и тем вероятнее он будет сторониться такого бизнеса.

Из-за осведомленности о деятельности инсайдеров на биржах вкладчики или потенциальные вкладчики опасаются т. н. «advers selection» (под этим термином понимается «проигрышный выбор»). Следствием этого является то, что неинсайдеры уходят с рынка долгосрочных капиталов [6]. Альтернативой ухода с рынка могло бы быть представление требований надбавки на риск, например, в форме более высоких дивидендов.

Проведем анализ регулирования деятельности инсайдеров на примере Германии. С принятием второго Закона о стимулировании финансового рынка от 26 июля 1994 г. Германия выполнила свое обязательство по принятой ЕС директиве, запрещающую инсайдерам использовать конфиденциальную информацию в личных интересах, передавать третьим лицам или давать консультации на ее основе [2]. Впервые в Германии был издан закон, который предписывал штраф за незаконную

деятельность инсайдера. Определение новых условий законодательного нормирования деятельности инсайдеров было проведено в Германии в третьем Законе о стимулировании финансового рынка в 1998 г. [3] и в четвертом Законе о стимулировании финансового рынка в 2002 г. [4]. Критическая оценка показывает, что четвертый Закон о стимулировании финансового рынка во многих пунктах проводит улучшенную защиту вкладчика. Тем не менее, некоторые пункты остались достаточно спорными, а именно:

- в тексте закона использовалось много неопределенных правовых понятий, их следует точнее разъяснить;

- недостаточным с точки зрения защиты вкладчика является понимание того, что информация должна считаться общеизвестной, если она находится в распоряжении одной только так называемой «компетентной ответственности»;

- необходимо стремиться к более строгой персональной ответственности членов правления и наблюдательных советов, до сих пор только в крайне редких случаях удавалось доказать, что именно они ответственны за ненадлежащее составление баланса;

- стоимость возмещения, зависящего от полученного дохода, также должна быть критически пересмотрена, так как фальсификация баланса ведет к завышенным выплатам процента от суммы заключенного договора, последующая корректировка баланса должна автоматически привести к возврату завышенных премий, следовательно, необходимо принять соответствующую законодательную оговорку, касающуюся завышенных вознаграждений.

Во всех западноевропейских странах участники рынка обязаны по запросу надзорного органа предоставить информацию о заказчике сделки с ценными бумагами. Наиболее оптимальное решение – это ситуация, когда все транзакции ценных бумаг с соответствующими участниками рынка автоматически передаются в надзорные органы. Тем самым относительно легко исключается бизнес лиц, близких к предприятию или банковских служащих.

В Германии частные вкладчики не имеют возможности прямых сделок на бирже, заказы должны передаваться через кредитные институты. Зная об имеющихся заказах клиентов, кредитные институты имеют потенциальную возможность «фронтраннинга». Под использованием информации понимается в данном случае ситуация, когда брокер или сотрудник банка получает, например, большой заказ на покупку акции и, основываясь на данном знании, покупает для себя или для своего кредитного института эти акции по выгодному курсу. Проблема фронтраннинга отпадает, если каждый вкладчик сам без подключения биржевых посредников размещает свои заказы прямо на бирже, однако имеются риски исполнения, так как биржа не может точно оценить платежеспособность заказчика. Участники рынка не могут положиться на общепринятую процедуру оформления документов через контрагента.

Следует отметить, что законодательные нормы в странах ЕС все сильнее сближаются. В Европе гармонизация именно на рынке ценных бумаг достигла самых лучших результатов. Были учреждены соответствующие комите-

ты: Европейский комитет инспекторов по рынку ценных бумаг (CESR) и Европейский комитет рынка ценных бумаг (ESC). Контроль над процессом интеграции европейского рынка долгосрочных капиталов лежит на мониторинговой группе *Inter-Institutional Monitoring Group* (ИИМГ), которая была назначена различными коллегиями ЕС. В то же время нельзя недооценивать позитивный аспект децентрализованного надзора в отдельных странах. Один единственный общеевропейский надзорный орган на других уровнях приведет к удорожанию транзакций, например из-за затрат на переводы, усиление анонимности или повышенных транспортных расходов.

Сроки заявления о своих сделках с ценными бумагами собственного предприятия должны быть существенно сокращены во всех исследованных странах [4; 6; 8]. Предложение Комиссии ЕС, предусматривающее пятидневный срок, несколько шире, чем действующее в США предписание по закону Сарбейнс-Оксли, по которому дается двухдневный срок. В то же время часть возможных инструментов в борьбе против сделок инсайдеров, по ряду причин, не было использовано. Так, например, учитывая интересы инвесторов, во всех странах пришлось отказаться от автоматической поименной регистрации всех частных вкладчиков в надзорных органах. Существует опасность, что они сразуотреагируют отвлечением капитала, если смягчатся условия соблюдения банковской тайны, что противоречит важнейшим типовым условиям на рынке ценных бумаг.

Аннулирование всех сделок с ценными бумагами задним числом, хотя и создает ситуацию, будто бы деятельности инсайдера не было вовсе, технически такое решение невозможно реализовать и поэтому больше не рассматривается. Регламентирование минимального времени простоя инсайдера также не достаточно эффективно, так как такое решение противоречит теории положительного эффекта при возможно высокой ликвидности рынка. Другая проблема состоит в риске затягивания обнародования негативных новостей.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ballwieser W. Insiderrecht und positive Aktienkurstheorie // *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*. – 2005. – № 28. – S. 231-253.
2. *Bundesgesetzblatt (BGBl)*. – 1994. – 30 Juli – S. 1749.
3. *Bundesgesetzblatt (BGBl)*. – 1998. – Teil I – S. 536.
4. *Finanzmarktförderungsgesetz (FFG): BT Drucksache 14/8017*. – 2002. – 18 Jan. – S. 530.
5. King M., Roell A. Insider trading // *Economic Policy*. – 2000. – № 4. – S. 163–193.
6. Magnus M. Insidergeschäfte und Regelungsbedarf aus ökonomischer Sicht // *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*. – 2008. – № 47. – S. 543–545.
7. Ott C., Schäfer H.-B. Ökonomische Auswirkungen der EG-Insider-Regulierung in Deutschland // *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*. – 2002. – № 3. – S. 226–241.
8. Pfister B. Stand der Insiderdiskussion // *Zeitschrift für das Gesellschaftsrecht*. – 2009. – № 10. – S. 318–347.
9. Schmidt R., Wulff S. Zur Entdeckung von Insideraktivitäten am deutschen Aktienmarkt // *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*. – 1993. – № 5. – S. 57–67.