

УДК 658.012 “71”

**Цапенко И.В.**

(г. Москва)

АНАЛИЗ ОПЫТА США В ОБЛАСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ  
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИНСАЙДЕРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

*Аннотация.* В статье рассматривается ретроспективный анализ опыта США в области организации и регулирования инсайдерской деятельности, исследуются американские нормы, регулирующие обращение ценных бумаг. Критически оценивается деятельность комиссии по ценным бумагам и биржам Securities and Exchange Commission (SEC), как основного создателя системы защиты рынка долгосрочных капиталов и регулирования деятельности инсайдеров в США, выявляются ее важнейшие компоненты (законы, правила и нормы), оцениваются сделки с ценными бумагами с точки зрения запретов на деятельность инсайдеров. Рассматриваются теории равного доступа, фидуциарной обязанности; доверия и неправомерного присвоения применительно к решению проблемы регулирования инсайдерской деятельности, а также их опыта применения в США.

*Ключевые слова:* инсайдер, инвестор, рынок капиталов, защита вкладчиков, защита рынка, рынок ценных бумаг, теория равного доступа, теория доверия.

**I. Tsapenko**

(Moscow)

ANALYSIS OF THE US EXPERIENCE IN THE FIELD OF INSIDERS'S  
ACTIVITIES REGULATION ON THE SECURITIES MARKET

*Abstract.* This article gives a retrospective analysis of the US experience in the field of organization and regulation of insider activities, investigates the US rules governing the securities circulation. The article critically reviews the activities of the Securities and Exchange Commission (SEC) as the main creator of a system protecting the market of long-term capitals and regulating the activities of insiders in the United States. Besides, the author identifies its key components (laws, rules and regulations), estimates securities transactions in terms of prohibitions on insiders' activities. The article dwells on such theories as: the theory of equal access, the theory of fiduciary duty; the theory of trust and usurpation in relation to tackling the problems of insider activities regulation, as well as the experience of their application in the United States.

*Key words:* insider; investor; capitals market; protection of depositors; protection of the market; securities market; theory of equal access; theory of trust.

Американский опыт, связанный с регулированием рынка ценных бумаг, является в настоящее время образцом для ряда стран [11; 8].

В США имеется эффективная система защиты рынка долгосрочных капиталов и оптимизация деятельности инсайдеров, состоящая из ряда законов, правил и норм американской комиссии по ценным бумагам и биржам SEC [5; 9].

С 1911 по 1931 г. почти все американские штаты выпустили законы для регулирования биржевых операций. Все эти законы называются «Законы голубого неба» [7].

В 1929 г. в США было введено множество подобных законов, вследствие чего действие «Законов голубого неба» было сужено. Это «Закон о ценных бумагах» [1], выпущенный в 1933 г. и «Закон о ценных бумагах и биржах» 1934 г. [2].

В то время, как и сейчас, доверие можно регулировать двумя способами. Во-первых, запретом мошеннических сделок с ценными бумагами, сюда входит и инсайдерская деятельность. Во-вторых, расширением информированности участников рынка через обязательную гласность.

В «Законе о ценных бумагах» прописывался, в основном, выпуск ценных бумаг. «Закон о ценных бумагах и биржах» регулировал все сделки с ценными бумагами, в том числе и те сделки, которые были уже совершены. При этом исследовалась не форма организации, а определённое действие.

Следует отметить, что в этих законах проблема инсайдеров регламентировалась достаточно слабо. Сформированная на основе «Закона о ценных бумагах и биржах», комиссия по ценным бумагам и биржам Securities and Exchange Commission (SEC) стала сама устанавливать нормы для регулирования инсайдерской деятельности [6].

Сначала нормой, регулирующей инсайдерскую деятельность, был раздел 16 S.E.A. В нём все лица, связанные с руководством предприятием, а также все акционеры с участием в капитале предприятия более 10% с эмитированными долевыми акциями, были обязаны сообщать каждый месяц в SEC о наличии данных акций. Эти сведения публиковались, поэтому все изменения депозитов можно было проследить, в связи с чем инсайдеры не имели возможности проводить краткосрочные спекуляции.

Несмотря на то, что эти нормы являлись достаточно разумными, чтобы сильно осложнить инсайдерские сделки, вследствие расплывчатых формулировок и ряда противоречивых правовых объяснений они стали вызывать вопросы.

Эти нормы часто критиковались в американской литературе, а Американский институт права (ALI) и Американская Ассоциация юристов (ABA) постоянно вносили изменения в раздел 16 SEA [10].

Раздел 10b является одним из главных положений «Закона о ценных бумагах и биржах». Согласно ему SEC приобрела ряд полномочий по разработке правил, которые будут ограничивать «манипуляции или обманные действия» в области сделок на рынке ценных бумаг.

SEC на основе этих полномочий создала поправку к положению 10b-5, которая и до настоящего времени является основой большинства норм, регулирующих деятельность инсайдеров. Для каждой сделки с ценными бумагами действуют следующие запреты [4]:

- использование способов, взяток или планов мошенничества;
- ложные утверждения о важных фактах или непредоставление необходимой информации с целью введения в заблуждение;
- участие в любых действиях или сделках, которые могут являться мошенническими или обманными.

Следует отметить, что формулировки в законе неоднозначны и нечётко определяют действия инсайдеров. Эти нормы, прежде всего, были направлены против классического мошенничества при сделках на рынке долгосрочных капиталов. Также данные нормы определяют гражданско-правовые претензии к инсайдерским сделкам.

В 1961 г. SEC определила, что сделки с ценными бумагами на основе инсайдерской информации являются недобросовестными.

Для эффективной борьбы с инсайдерской деятельностью необходимо было доказать, что эта деятельность нарушает принципы демократического общества. Для этого стали использоваться следующие теории: «Теория равного доступа»; «Теория доверия»; «Теория неправомерного присвоения».

Согласно «Теории равного доступа» рынок становится честным, если при анонимности сделок на бирже имеется равенство доступа всех участников к информации, относящейся к сделке. Данная теория гласит, что инсайдерскими сделками являются те сделки с ценными бумагами, при которых имеется информационное неравенство участников этих сделок.

Правило, согласно которому все участники сделок должны действовать только на основании публичной информации, имеет определённые недостатки. Для преодоления неясности подходов к понятию «инсайдер» оно было дополнено «Теорией доверия».

При анонимной биржевой торговле возникает опасность, что лица, не являющиеся сотрудниками предприятия, в результате инсайдерских сделок не смогут быть установлены.

При установлении принципа доверия возникли проблемы регулирования в следующих областях:

- участников, получивших информацию, нельзя полностью установить;

– инсайдеры, случайно или в результате злоупотребления получившие необходимую информацию, имеют возможность безнаказанно использовать свои знания на основе теории фидуциарной обязанности;

– опционные свидетельства или опционы не определяют прямую обязанность собственника предприятия и не могут рассматриваться с точки зрения обязательства верности в части интересов других лиц.

Использование теории неправомерного присвоения преодолевает структурные проблемы теории фидуциарной обязанности.

Неправомерное присвоение информации больше не определялось отношением верности предприятию. Ответственность инсайдера оценивалась тем, что используемая другим лицом информация имеет для него личную выгоду и в результате нарушается отношение верности к источнику информации. Теория особенно эффективна в случаях, когда информация идёт не от предприятия, ценных бумаг которого она касается.

Теория неправомерного присвоения устанавливает использование запрета на инсайдерскую деятельность и дополняет теорию доверия.

В «Законе об инвестировании, полученных от рэкета капиталов» (RICO), опубликованном в 1970 г. [3], определяется состав преступления, исходя из четырёх категорически запрещённых действий:

– если виновное лицо инвестирует в предприятие доходы, полученные от незаконных сделок;

– в результате незаконной сделки приобретает или оставляет за собой долю или участие в предприятии;

– при совершении сделок предприятия или при участии в них применяет незаконные сделки;

– оказывает содействие при вышеназванных преступлениях.

Согласно теории неправомерного присвоения доверительные отношения являются условием состава преступления в инсайдерской деятельности. Отношения доверия устанавливаются в следующих случаях:

– если существует твёрдое согласие хранить информацию в тайне;

– обстоятельства отношений в целом показывают процесс развития, образец или практику, на основании которых можно ожидать доверия;

– инсайдерская информация была передана близким родственникам, и невозможно доказать, что при этом данная информация не использовалась.

«Закон Sarbanes-Oxley» и требования SEC, изданные вместе с ним, являются самыми эффективными в области развития регулирующего законодательства в борьбе против инсайдерской деятельности [12]. «Закон Sarbanes-Oxley» предназначался для восстановления доверия вкладчиков на финансовых рынках и усиления их защиты. Также были ужесточены требования к точности и полноте публикуемой финансово-экономической информации.

Согласно «Закону Sarbanes-Oxley» SEC учредил новый Комитет по надзору за отчётностью публичных компаний, задачами которого является проверка аудиторских компаний и контроль проверок котируемых на биржевом рынке предприятий. Комитет по надзору за отчётностью публичных компаний существует автономно от правительства и состоит из пяти независимых штатных членов.

Закон Sarbanes-Oxley усиливает роль и ответственность ревизионной комиссии. Она несёт ответственность за назначение, вознаграждение и надзор за внешними контролёрами. Согласно Закону, члены ревизионной комиссии независимы от собственников и руководителей предприятия.

В августе 2002 г. был изменён раздел 16 SEA. В нём определены необходимые процессы сообщений о «легальных» сделках с использованием инсайдерской информации и введены новые формуляры. Также разрешено подавать сообщения в электронном виде.

После принятия закона некоторые предприятия отказались от своих планов включения в реестр США. Среди них оказались знаменитые корпорации, такие, как Porsche или британская Rickfield Group, крупнейший страховщик в мире.

Для финансовых рынков США доверие вкладчиков имеет важное конкурентное значение. Так, в настоящее время SEC готовит новые предложения о регулировании инсайдерской деятельности.

#### Литература:

1. 15 U.S.C. §§ 77ff. // The Securities Act of 1933 [Электронный ресурс]. – URL: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> (дата обращения: 01.12.2013).

2. 15 U.S.C. §§ 78ff. // Securities Exchange Act of 1934 [Электронный ресурс]. – URL: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (дата обращения: 01.12.2013).

3. 18 U.S.C. §§ 1961–1968 // Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act [Электронный ресурс]. – URL: [http://en.wikipedia.org/wiki/Racketeer\\_Influenced\\_and\\_Corrupt\\_Organizations\\_Act](http://en.wikipedia.org/wiki/Racketeer_Influenced_and_Corrupt_Organizations_Act) (дата обращения: 01.12.2013).

4. Ausführliche Darstellung der Entwicklung der rule 10b-5 in Dingeldey (1983). – S. 83ff. [Электронный ресурс]. – URL: [http://en.wikipedia.org/wiki/SEC\\_Rule\\_10b-5](http://en.wikipedia.org/wiki/SEC_Rule_10b-5) (дата обращения: 01.12.2013).

5. Ausführliche Darstellung des Rechtssystems z.B. in Herzog (1989), S. 169ff. [Электронный ресурс]. – URL: [http://de.wikipedia.org/wiki/Wenzel\\_von\\_Böhmen](http://de.wikipedia.org/wiki/Wenzel_von_Böhmen) (дата обращения: 01.12.2013).

6. Aufgaben und Funktionen: siehe Fussnote oben und auch Cox/Hillmann/Langevoort, S. 22ff. [Электронный ресурс]. – URL: [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/2597/\\$FILE/dis2597.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/2597/$FILE/dis2597.pdf) (дата обращения: 29.11.2013).

7. „Blue sky laws“, weil die Gesellschaftsgründer selbst „das Blaue im Himmel verkauft hätten“, vgl. Loss (1967), S. 197ff. [Электронный ресурс]. – URL: <http://www.sol>

dan.de/WebRoot/SoldanDB/Shops/Soldan/Sample/3-935079-31-1\_lp2.pdf (дата обращения: 22.11.2013).

8. Kübler (1994), S. 611. [Электронный ресурс]. – URL: <http://en.wikipedia.org/wiki/Kubler> (дата обращения: 29.11.2013).

9. So z.B. im Fall „Santa Fe“, als die USA im Rahmen eines Rechtshilfeersuchens in einem Insiderfall die Schweiz um ähnliche Regelungen ersuchte, vgl. Ebenroth (1985), S. 17, 30ff. [Электронный ресурс]. – URL: [www.solami.com/walderbsi.htm](http://www.solami.com/walderbsi.htm) (дата обращения: 29.11.2013).

10. Vgl. Jennings/Marsh (1977), S. 1173; O'Connor (1989), S. 309 oder Salbu (1992), S. 861ff. [Электронный ресурс]. – URL: <http://elpub.bib.uni-wuppertal.de/servlets/DerivateServlet/Derivate-314/d039901.pdf> (дата обращения: 22.11.2013).

11. Vgl. Köstlin (1985), S. 25 [Электронный ресурс]. – URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Köstlin> (дата обращения: 22.11.2013).

12. Vgl. Sarbanes-Oxley Act, July 30, 2002, 107 P.L. [Электронный ресурс]. – URL: <http://ir.stockpr.com/ladenburg/filings/content/0000950144-06-009115/0000950144-06-009115.pdf> (дата обращения: 22.11.2013).