

ПЕРСПЕКТИВЫ УСОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА В ОБЛАСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНСАЙДЕРСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ США И РОССИИ

Эрик Каренович ОВАКИМЯН

аспирант, Российская академия народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
eric-93@mail.ru
ORCID: отсутствует
SPIN-код: 6596-3314

История статьи:

Рег. № 129/2020
Получена 04.03.2020
Получена
в доработанном виде
18.03.2020
Одобрена 01.04.2020
Доступна онлайн
28.04.2020

УДК 346.7

JEL: K22, N42

Аннотация

Предмет. Законодательство в области регулирования инсайдерской информации.

Цели. Предоставление рекомендации в области улучшения Федерального закона от 27.07.2010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Методология. Применены общенаучный диалектический метод познания, методы анализа и синтеза, индукции и дедукции, а так же ряд частнонаучных методов: методы сравнительного и формально-логического анализа, структурно логического и функционального анализа.

Результаты. Проведен анализ законодательства России и США в области инсайда, выявлены основные недостатки, на которые необходимо обратить внимание для улучшения делового климата в РФ.

Область применения. Использование на практике всеми сторонами инсайдерских отношений (государственными органами, хозяйствующими субъектами и биржами) для пресечения будущих преступлений на финансовых рынках в сфере противодействия незаконного оборота инсайдерской информации и (или) снижения уровня негативного влияния такого преступления на субъекты этих отношений. Кроме того, работа будет полезна при разработке нового законодательного акта или внесения поправок в уже существующие, в учебном процессе по направлению финансовых рынков.

Выводы. Несмотря на то что законодательство РФ во многом повторяет законодательство США, а в части терминологии дает более развернутый перечень того, что можно считать инсайдерской информацией, необходимо продолжение улучшения и усовершенствования законодательства.

Ключевые слова:

инсайд, инсайдерская
деятельность, правовое
регулирование

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2020

Для цитирования: Овакимян Э.К. Перспективы усовершенствования законодательства в области регулирования инсайдерской деятельности: сравнительный анализ США и России // *Финансы и кредит*. — 2020. — Т. 26, № 4. — С. 796 — 814.
<https://doi.org/10.24891/fc.26.4.796>

Введение

Впервые торговля с использованием инсайдерской информации оказалась вне закона в 1934 г., а зародилась она несколько веков назад. Самый известный пример злоупотребления инсайдерской информацией был датирован 1815 г.: семья Ротшильдов получила большую прибыль на финансовом рынке Лондона, этому поспособствовали личные каналы связи, которые сообщили о поражении Наполеона при Ватерлоо задолго до того, как информация попала в средства массовой информации.

Незаконное использование инсайдерской информации ведет к снижению доверия инвесторов, что в свою очередь негативно сказывается на объемах инвестирования, приводит к неравенству между участниками торгов, дестабилизирует информационную инфраструктуру. Все мировые рынки пытаются добиться информационной прозрачности, что способствует большему привлечению средств в компании и повышению уровня доверия инвесторов. Информационная прозрачность выступает важным условием для экономических агентов, призванная защитить клиентов, полностью информационно обеспечить их, а также создать им одинаковые возможности для правильного анализа рисков. То есть инсайдерские сделки ведут к негативному сценарию развития на рынках, что в свою очередь может повлечь деградацию или разрушение рынков.

Торговля с применением инсайдерской информации подрывает основы рыночных отношений и поэтому является уголовно наказуемой во многих странах мира.

Сделаем анализ этого эффекта с помощью *рис. 1*, который отражает ситуацию, когда инсайдер понижает курс акции, то есть «шортит». После совершения инсайдером сделки с использованием такой информации, начинает падать капитализация эмитента. В свою очередь такая деятельность влияет на деловую репутацию. Снижение деловой репутации может сказаться на заключении различных договоров (а точнее отказе от заключения). Это влияет как на неполучение дохода от незаконченных сделок, так и на поведение инвесторов, которые могут распродать свои активы в связи с этими событиями. Оба этих пункта снова приводят к понижению курсовой стоимости актива, а это уже отражается на капитализации организации (уменьшается) и на нераспределенной прибыли (тоже уменьшается).

Теоретические основы исследования инсайдерской торговли в первую очередь составляют работы иностранных коллег по причине более долгого развития законодательства об инсайдерской деятельности в мире по сравнению с Россией. Большой интерес вызывают работы U. Bhattacharya, H. Dauk [1], E.B. Eckbo, D. Smith [2], J. Lakonishok, I. Lee [3], M. Clements, H. Singh [4], H. Degryse, F. Jong, J. Lefebvre [5], J.F. Jaffe [6], A.G. Jarrell, A. Poulsen [7], J. Karpoff, D. Lee [8], B. Bergmans [9], H.G. Manne [10], W. Williams [11].

В России, к сожалению, немного работ, связанных с борьбой с инсайдерской информацией. Среди них выделяются труды С.Н. Володина [12, 13], Е.А. Мамочки [14], В.В. Петрова [15, 16], А.С. Кабанова [17], С.В. Кондратова [18].

Особый интерес вызывают работы И.Е. Миловой, Т.В. Мавринской [19], Е. Чирковой, Г. Агамян [20], М.В. Буйневич, Д.С. Власова [21], Е.В. Королевой и О.Ю. Жаровой

[22]. В данных статьях идет разбор инсайдерской торговли с использованием новейших технологий XXI в., а также разбор инсайда в области сделок слияний и поглощений, в которых инсайд может играть существенную роль.

Считается, что наибольшее влияние от злоупотребления инсайдерской деятельностью приходится на рынок капитала. Ученые расходятся во мнениях о необходимости регулирования инсайдерской деятельности.

Распределение информации. Здесь существует положительный эффект от торговли с использованием инсайдерской информации: инсайдеры с помощью своих сделок на фондовом рынке дают сигналы общественности об обоснованности нового тренда по той или иной ценной бумаге, то есть выполняют информативную функцию до официального выхода информации о компании. Благодаря инсайдерам опытные трейдеры могут находить точки входа в рынок и выхода из него. Исходя из этого примера, мы видим, что инсайдеры выполняют определенную работу, а, как известно, каждая работа должна быть оплачена. Поэтому оплата инсайдеров реализуется как раз в прибыли от их деятельности. Однако главная задача инсайдеров — максимизация собственной прибыли. Из этого следует, что инсайдеры будут выставлять заявки на покупку или продажу так, чтобы заранее не спровоцировать рынок к движениям.

Стоимость капитала. Инсайдерская деятельность может влиять на стоимость привлекаемого капитала двумя основными способами.

Во-первых, активность инсайдеров на рынке провоцирует маркет-мейкеров увеличивать спред котировки.

Во-вторых, так как инвесторы на рынке не имеют представления об инсайте в инструменте инвестирования, во всей красе проявляется эффект «рынка лимонов», сформулированный Джорджем Акерлофом¹.

Равноправие инвесторов. Противники инсайдерской деятельности, сетующие, что инсайдеры получают больше информации, чем обычные трейдеры, наивны: неравенство есть даже между рядовыми инвесторами, и заключается оно в первую очередь в том, что читает инвестор, какие ресурсы использует, умение увидеть особую деталь и др.

Однако обычные трейдеры не имеют законных оснований для обладания инсайдерской информацией, в отличие от инсайдеров. Этот факт подавляет инвесторскую мотивацию: они понимают, что получают прибыль меньше или их риски будут выше, чем у инвестора, обладающего инсайдерской информацией. Это может привести к тому, что инвестор просто уйдет с рынка, а соответственно, организация, в которую хотел вложиться инвестор, получит меньше капитала на сумму, которую бы инвестировал данный трейдер. Другими словами, бегство инвесторов (капитала) с рынка (или кризис рынка) обусловлено неблагоприятным для инвестора климатом.

¹ Akerlof G.A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, vol. 84. URL: http://ecsocman.hse.ru/data/694/662/1216/5_1_4akerl.pdf

Сейчас, бесспорно, можно утверждать, что инсайдерская активность в каком-то смысле подрывает инвестиционный климат и движение капитала на рынке. В то же время первый вопрос, на который трейдер хочет знать ответ, — это то, в какую сторону пойдет цена, а вопрос о том, кто присутствует на этом рынке, заботит его намного меньше. Сами по себе инсайдеры не настолько сильно ударяют по карману инвесторов, как сами инвесторы, которые принимают неверные решения. То есть, по сути, сам инсайдер не так уж и сильно влияет на рынок.

Однако главная причина, по которой инсайдерская активность регулируется законом, — полное отсутствие понимания будущей ситуации на рынке.

Правовое регулирование в США

В США основоположником идеи раскрытия информации был американский президент Франклин Делано Рузвельт, который указал в своем сообщении к Конгрессу на необходимость прозрачности информации на рынке ценных бумаг в 1933 г.

На американском рынке ценных бумаг функции надзора возлагаются на Комиссию по ценным бумагам и биржам (далее — КЦББ) и Комиссию по торговле на рынках срочных товарных сделок.

КЦББ — это орган федерального правительства Соединенных Штатов Америки. На него возложена основная ответственность за обеспечение соблюдения федеральных законов о ценных бумагах: регулирование индустрии ценных бумаг, акций и опционов биржи и другие мероприятия по организации, в том числе, на рынках электронных ценных бумаг США. Этот орган обладает следующими функциями:

- правоприменительная, которая позволяет обнаружить противозаконную деятельность на рынке, что способствует привлечению лиц к ответственности;
- надзорная, отвечающая в первую очередь за своевременное получение контрольными органами необходимой информации об объекте надзора для получения наиболее детального представления о характере сделок, выполняемых объектом.

КЦББ следит за основными игроками, участвующими в торгах на фондовом рынке. Первыми, кто попадает под надзор КЦББ, являются: сами биржи, где происходят операции по купле-продаже ценных бумаг, клиринговые организации, брокеры и дилеры, принимающие участие в торгах на фондовом рынке, инвестиционные советники и паевые инвестиционные фонды (ПИФы).

Комиссия по торговле на рынках срочных товарных сделок — независимое агентство правительства США, созданное в 1974 г., которое регулирует фьючерсные и опционные рынки. Целью Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC) является содействие открытой, прозрачной, конкурентоспособной и финансово обоснованной торговле, чтобы избежать системного риска, а также для защиты потребителей и населения от мошенничества, манипуляций и злоупотреблений.

КЦББ регулирует инсайдерскую активность на рынке с помощью заложенных принципов в правиле 10b-5 на инсайдерскую торговлю, которое имеет два основных направления:

- определение момента, когда наступает ответственность за использование конфиденциальной информации на фондовом рынке;
- установления момента передачи недоступной общественности информации третьим лицам, будь то семья или любые другие лица, не являющиеся претендентами на обладание данной информацией².

КЦББ использует определение «инсайдерская торговля» к неправомерным действиям с определенной ценной бумагой с нарушением обязанностей лиц, владеющих конфиденциальной информацией, или других отношений траста и конфиденциальности в связи с владением инсайдерской информацией, которая может сказаться на поведении участников рынка, что впоследствии приведет к изменению котировок бумаги данного эмитента. Преследуются законом и лица, получившие такую информацию от инсайдера и воспользовавшиеся ею в целях собственного обогащения.

Однако сам термин «инсайдерская торговля» в правовых актах не употребляется. В законодательстве США информация может обладать только двумя характеристиками:

- существенность;
- общеизвестность.

Однако Комиссия не всегда может ответить на вопрос: используется ли инсайдерская информация согласно закону и правилам, установленным государством и компаниями, или нет? В соответствии с параграфом 16 Закона о фондовых биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) любая прибыль, полученная инсайдером в течение шести месяцев в результате покупки или продажи ценной бумаги, признается недействительной. Кроме того, следует отметить, что параграф 16 Закона о фондовых биржах 1934 г. КЦББ относит к инсайдерам две группы лиц: во-первых, владельцев более 10% любой ценной бумаги компании-эмитента; во-вторых, директоров или руководителей компании-эмитента³.

Действующие на сегодняшний день санкции США за незаконное использование конфиденциальной информации, были приняты в 1980-х гг. в двух поправках к Securities Exchange Act: Insider Trading Sanctions Act (1984) и Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (1988). Новые изменения были внесены в закон в виде п. 20А и 21А. Поправкой, принятой в 1988 г., предусмотрено повышение уровня наказания за нарушения закона (штраф для физических лиц возрос со 100 тыс. долл. США до 1 млн, и с 500 тыс. до 2,5 млн долл. США — для юридических лиц, наказание в виде лишения свободы увеличилось до 10 лет).

² Securities and Exchange Commission 17 CFR Parts 240, 243, and 249.
URL: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>

³ Закон о торговле ценными бумагами (Securities Exchange Act of 1934, Section 16 “Directors, Officers, and Principal Stockholders”). URL: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

В соответствии с п. 20А любое лицо, которое непосредственно или косвенно контролирует другое лицо, нарушившее любой из пунктов антиинсайдерского законодательства, несет ответственность солидарно и в той же мере, что и нарушитель. Материальное наказание не должно превышать прибыль или неполученный убыток от незаконного использования конфиденциальной информации⁴.

Пункт 21А оставляет право за Комиссией требовать взыскания через суд, если любое лицо нарушает положения Закона 1934 г. об инсайдерской информации. В соответствии с этим пунктом Комиссия имеет право предъявить требования об оплате штрафа и лицу, совершившему преступление, и лицу, ответственному за инсайдера, который незаконно воспользовался непубличной информацией.

Сумма штрафа, необходимого к уплате, устанавливается судом, который принимает во внимание все аспекты ситуации. Однако сумма штрафа не может превышать суммы, равной трехкратному размеру прибыли или убытков, которых удалось избежать с помощью незаконной сделки⁵.

В 2011 г. была введена программа поощрения информаторов, помогающих раскрыть мошенничества в финансовой сфере, которая предусматривала вознаграждение в размере от 10 до 30% от суммы возмещенного штрафа.

Также в США имеются автоматизированные системы контроля. Данные системы состоят из двух функциональных частей:

- сигнальной системы, регистрирующей необычные изменения ценовых и объемных характеристик финансовых инструментов, а также необычные изменения в поведении участников торгов в течение сессии;
- информационно-аналитической системы, призванной помочь экспертам интерпретировать полученные сигналы и принять решение о начале расследования по факту манипулирования ценами или инсайдерской торговли.

Первая функциональная часть — сигнальная система — основана на трех технологиях.

1. Системы регистрации простых отклонений (Rule Based Systems). Результатом такого метода является достаточно кропотливая работа по разбору большого количества сигналов и их сортировке. Это является следствием замедления реакции наблюдателей на нарушения на рынке ценных бумаг. Наблюдательный регулятор, использующий систему регистрации простых отклонений, нуждается в большом штате аналитиков, что обуславливает растущие затраты на рабочую силу и возможное расширение территории регулирующего органа. Так как этот метод достаточно прост в использовании, он чаще всего используется на рынках.
2. Системы, использующие основы статистического анализа (Statistical Rule Based System). Данный метод эффективнее предыдущего, поскольку уменьшает уровень

⁴ Закон о торговле ценными бумагами (Securities Exchange Act of 1934, Section 20A “Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading”). URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78t-1>

⁵ Закон о торговле ценными бумагами (Securities Exchange Act of 1934, Section 21A “Civil Penalties for Insider Trading”). URL: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

ложных сигналов на рынке. Эти системы позволяют учитывать типичные внутрисдневную и сезонную стоимостную волатильность и, кроме того, отмечать взаимосвязь различных данных, то есть случаи, когда ни один из исследуемых показателей не выбивается из своего стандартного диапазона, однако при сплетении они представляют собой необычную картину. Эту концепцию применяют эксперты системы наблюдения NASDAQ. Ее назвали SWATs — The Stock Watch and Automated Tracking system⁶.

3. Концепция, базирующаяся на комбинации разных способов исследования данных с применением экспертных технологий (Complex Systems). Этот тип основан на решении задач классификации, моделирования и распознавания образов, а также на использовании уже имеющихся баз данных, позволяющих учитывать косвенные связи между событиями. На данном этапе развития этот тип системы не является распространенным, однако Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) пыталась ее создать и развить. Примером подобной системы на NYSE является система под названием ICASS — Integrated Computer Assisted Surveillance System — интегрированная компьютерная помощь системы наблюдения на Нью-Йоркской фондовой бирже, позволяющая выявить нарушения на рынке ценных бумаг. Она состоит из двух модулей: ISIS — Intermarket Surveillance Information System — информационная система, фиксирующая все основные операции на американском рынке ценных бумаг с указанием аномальных ценовых и весовых отклонений. ISIS содержит данные, которые включает в себя время торговли и участников, позволяет регулирующим органам проверять сделки на фондовой бирже с ценными бумагами. ASAM — Automated Search and Match — автоматизированная компьютерная система, которая используется на Нью-Йоркской фондовой бирже и помогает определить возможные торговые нарушения путем изучения перекрестных ссылок публично доступной информации о частных лицах и компаниях. То есть эта система может построить трехмерную модель расследования, которая способна сделать мгновенные соединения, такие как членство в клубе или работа в данной компании в прошлом, связанной с определенной сделкой на рынке. Эти два модуля работают в отдельности друг от друга. Внутри системы ICASS информация модулей объединяется, что позволяет автоматически отсеивать ложные сигналы каждого из модулей и получать более точные данные о нарушении на рынке ценных бумаг.

Регулирование инсайдерской торговли в России

Определения «инсайдерская информация», «инсайдер», «инсайдерская сделка» в отечественных законодательных документах появились относительно недавно. До 2008 г. акты ограничивались только абстрактным запретом на использование инсайдерской информации в Федеральном законе от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Чтобы улучшить положение, в рамках Гражданского кодекса Российской Федерации было введено понятие «коммерческая тайна». Данный термин схож с иностранными аналогами, что заключается в таких аспектах, как: ограничение доступа к информации третьих лиц, ее значимость при раскрытии и обязанность предавшего огласке лица компенсировать ущерб от этого действия.

⁶NASDAQ Timeline. URL: <http://timelinesdb.com/listevents.php?subjid=757&title=Nasdaq>

На данный момент основным документом, регулирующим инсайдерскую деятельность в РФ, служит Федеральный закон от 27.07.2010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Данный Закон во многом повторяет законодательство США, однако основное отличие, которое сразу выделяется, — это разница в совокупном владении одного лица акциями эмитента. В американском законодательстве эта цифра равна 10% пакета акций, а в российском — 25%. Другими словами, разница составляет 15%.

Уголовный Кодекс РФ, ссылаясь на Федеральный закон Российской Федерации от 27.07.2010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком», говорит, что запрещается использовать инсайдерскую информацию в следующих случаях:

- в целях реализации действий с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами, к которым относится конфиденциальная информация, за свой счет или за счет третьего лица;
- путем передачи ее другому лицу, за исключением случаев передачи этой информации лицу, включенному в список инсайдеров;
- путем дачи рекомендаций третьим лицам.

Первое время существовало только административное наказание за манипулирование рынком, и оно не предусматривало инсайдерскую деятельность. Это объясняется тем, что ни одного факта совершения инсайдерских сделок до сих пор так и не было установлено. Это наказание подразумевало отстранение от деятельности на организованном рынке.

Однако сейчас использование инсайдерской информации на рынке регулируется еще и УК РФ. Предумышленное применение информации на рынке в целях манипулирования ценами на производные инструменты, валюту (как отечественную, так и иностранную) или товары за свой счет или за счет третьего лица, если эта информация попадает под определение «инсайдерская», а также противозаконная передача конфиденциальной информации лицам, не входящим в список инсайдеров компании-эмитента, вынуждающая либо побуждающая их иным образом к покупке либо продаже акций (облигаций), валюты и (или) товаров, в случае если использование подобной информации принесло большие убытки участникам торгов, компаниям-эмитентам, аппарату правления или сопряжено с собственным обогащением или защитой от потерь в крупном размере (от 2,5 млн руб.), подлежат наложению штрафа в размере от 300 тыс. до 500 тыс. руб. или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от года до трех лет или лишение свободы на срок от двух до четырех лет со штрафом в размере до 50 тыс. руб. или в размере заработной платы либо иного дохода осужденного за период до трех месяцев либо в отсутствии такого с лишением права назначаться на определенные должности или заниматься определенной деятельностью на срок до трех лет или без такового.

Предумышленное применение такой информации на рынке посредством ее незаконной передачи лицу, не входящему в список инсайдеров компании-эмитента, в случае если подобное действие привело к появлению негативных последствий, подлежат наложению штрафа в размере от 500 тыс. руб. до 1 млн руб. или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от двух до четырех лет или лишение свободы на срок от двух до шести лет со штрафом в размере до 100 тыс. руб. или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период до двух лет либо без такового с лишением права занимать определенные должности либо заниматься определенной деятельностью на срок до четырех лет или без такового⁷.

Одним из приоритетных направлений регулирования инсайдерской информации является разработка методов пресечения таких преступлений.

Государственные методы относятся к компетенциям самого государства, а также Банка России как мегарегулятора. К этим методам можно отнести разработку законодательной базы, которая указывает, какие действия можно совершить, а какие являются противозаконными, а также предусматривает ответственность за незаконное деяние, надзор за фондовыми рынками и за их участниками, создание стимулов для вовлечения в процесс выявления и раскрытия преступлений на рынках.

Биржевые методы относятся к самим биржам (товарным, валютным и фондовым). Для обеспечения безопасности участников рынков биржи могут устанавливать свои законы и правила, которые не должны идти вразрез с Федеральными законами. Другим методом регулирования инсайдерской деятельности может быть установление границ колебаний цен на активы.

Биржа является единственным органом, который обязан непрерывно следить за правомерностью совершаемых на фондовом рынке сделок. Для этого используются автоматические программы. Например, отклонение цены от цены закрытия предыдущего торгового дня на установленную величину или отклонение цены сделки от цены последней сделки на установленную величину могут послужить основанием для проведения проверки на наличие незаконного использования инсайдерской информации.

Можно выделить три основных группы подходов к выявлению нестандартного поведения.

Первая группа — использование предельно допустимого отклонения цены от предыдущего значения. Сигнал дается в тот момент, когда определенный показатель превышает некое значение.

Вторая группа основана на разработке передающей модели, то есть вычисляет будущие параметры ценной бумаги на основании предыдущих периодов. В данном случае сильное отклонение от рассчитанных значений параметров является основанием для исследования данной сделки на возможное использование инсайдерской информации.

⁷ Статья 185.6 Уголовного кодекса РФ.

Третья группа предполагает расчет показателей (например, размера дохода и суммы убытков по методике ФСФР России). После расчетов необходимо проверить полученные значения по аналогии с техническим анализом. То есть посмотреть тенденцию предыдущих периодов, построить графики и т.д.

Так как хозяйствующие субъекты прямо или косвенно могут быть вовлечены в инсайдерскую деятельность, что может негативно сказаться на репутации организации, то они с подачи государственных органов начали разрабатывать внутренние регламенты, осуществлять внутренний контроль и проверки. Здесь субъекты сами могут решать, какие методы предотвращения незаконного использования инсайдерской информации применять.

В отличие от остальных субъектов, у которых приоритетными являются профилактические меры, они используют комбинированные методы по цели применения.

Профилактика в хозяйствующих субъектах состоит преимущественно из организационных и психологических методов. Одним из них является метод «Китайской стены». Суть его заключается в том, чтобы исключить взаимодействие работников, чьи компетенции относятся к инсайдерской информации, с работниками, которые не имеют доступа к ней.

Другой метод носит название «антиинсайдерская кадровая политика». Он основан на практике проверки уже имеющихся работников или кандидатов на пост. Проверка происходит в отношении деловых качеств, социальной интеграции с обществом, умения хранить информацию, психологических и моральных устоев, поиска досье в общедоступных средствах информации и др.

Еще одним методом является создание корпоративного информационного портала. Корпоративный портал дает возможность не только получить быстрый доступ к информации, но и оградить информацию от несанкционированного доступа (включая внутренних пользователей) с помощью программного ограничения разных категорий участников к определенной информации и предоставления доступа к информации по письменному согласованию ответственными лицами. Также на подобных порталах зачастую имеется возможность реализовать механизм анонимного информирования руководства о случаях нарушения инсайдерской политики.

Кроме профилактики, которая нацелена на предотвращение инсайдерской деятельности, компании используют методы выявления. К ним относится математический метод. Он предполагает выявление недобросовестного использования внутренней корпоративной информации с помощью математических вычислений и построения различных моделей.

Следующий метод — проверка на наличие «дыр» в информационной сфере организации. Он может использоваться и для предотвращения преступления, и для выявления того, откуда произошла утечка информации. Здесь имеется в виду не только ИТ безопасность. Проверка также должна проводиться в отношении сотрудииков.

Для защиты от неблагоприятного влияния инсайдерства компании применяют метод защиты. Он заключается в том, чтобы выявить возможные угрозы со стороны инсайдерства и в дальнейшем разработать методологию защиты и ухода от инсайдерской деятельности.

Последний метод, который является одним из важнейших, — метод оценки последствий.

Он состоит из расчета вероятности раскрытия инсайдерской информации и того, каково будет влияние такой информации на финансовый результат. Это может быть убыток или доход.

Перспективы развития законодательства РФ в области предотвращения инсайдерских сделок на рынке

К сожалению, отечественный рынок ценных бумаг во многом уступает западному аналогу. Российский рынок является развивающимся, а значит, доверие к рынку не столь сильное как в развитых странах. В данной фазе (перехода от развивающегося к развитому рынку) должна строго соблюдаться золотая середина. С одной стороны, речь идет о слишком мягком подходе к регулированию рынка. В данной ситуации некоторые участники ощущают себя более защищенными при нарушении всеобщих правил рынка. В свою очередь это приводит к большой волатильности рынка, неоправданному росту или падению цены на актив, ущерб компаниям-эмитентам. Такое положение дел вызывает у инвесторов понимание своей незащищенности на рынке и следовательно их уход с него. С другой стороны, жесткое регулирование рынка. В подобной ситуации инвесторы чувствуют себя в равной степени и защищенными, и незащищенными. В первую очередь это объясняется тем, что некоторые действия, не являющиеся противоправными, признаются противозаконными в связи с жестким регулированием рынка.

В отличие от США, где основным источником права выступает судебный прецедент, Россия использовала европейскую директиву Н 2003/6/ЕС, которая была принята в 2003 г. Еще одним отличием в данный период было то, что США имело уже огромную базу инсайдерской деятельности, тогда как в Европе только зарождалось регулирование описываемой деятельности и, соответственно, никакого опыта не было. Следующим отличием является период введения уголовной ответственности: в России она введена относительно недавно — в 2013 г.

Несмотря на то что российская система во многом скопировала американскую, она так и осталась неэффективной и носит условный характер. Иными словами, российский рынок на данном этапе развития находится ниже золотой середины (когда спекулянты понимают, что им ничего не грозит за манипулирование рынком). Это связано в первую очередь с тем, что отечественная система регулирования противозаконной деятельности на рынке ценных бумаг достаточно слабая. В связи с этим необходимо создание технических и аналитических мощностей для борьбы с противозаконной активностью на рынке.

На сегодняшний день регулятор не является эффективным в сфере противодействия незаконного применения инсайдерской информации. Сейчас Банк России погружен в чистку финансовой сферы экономики, а именно банковского сектора и сектора

микрофинансирования. И скорее всего пока мегарегулятор не закончит работать в этом направлении, он не будет серьезно браться за другую сферу. Этот факт является основным тормозом решения проблемы инсайдерства на финансовых рынках в нашей стране. Поэтому необходимо, чтобы Банк России начал шаг за шагом, хотя бы медленно, выстраивать правильную политику в сфере ограничения использования инсайдерской информации для личной выгоды. Надо сказать, что за все 20 лет, что существует антиинсайдерское законодательство в России было четыре регулятора данной сферы, но они были также неэффективны, за исключением самого начала развития инсайдерского законодательства. Это последствие того, что изначальный регулятор, а именно Министерство финансов РФ, пыталось все время отнять функции у действующих регуляторов, и ему это на время удавалось. Но теперь Минфин России, скорее всего, не будет перетягивать на себя одеяло.

Другая проблема, которая сильно влияет на эффективность, а точнее на неэффективность законодательства относительно инсайдерства, — это штрафы. В нашем законодательстве штраф несоизмерим с суммами, необходимыми на расследование инсайдерских преступлений, а о поступлениях в бюджет вообще не стоит и упоминать, так как, если они все-таки есть, то мизерные. В связи с этим существует жесткая необходимость срочно повысить штрафы хотя бы до 50 млн руб. И это только первый шаг. В нормативных актах нет отдельных штрафов для физических и юридических лиц. Поэтому следующим шагом является установление для них разных пределов штрафов. И если мы повышаем для физических лиц до 50 млн руб., то для юридических штраф должен достигать как минимум до 100 млн руб.

Следующим шагом для обеспечения эффективности системы является повышение влияния саморегулируемых организаций на своих клиентов с помощью внутренних нормативных мер, таких как введение новых стандартов, а также внутренний контроль за деятельностью участников торгов. Это также положительно влияет на переход к развитому рынку, поскольку преобладание саморегулирования является одним из важнейших признаков этого рынка.

Согласно законодательству РФ в области регулирования инсайдерских сделок и пояснений к нему законодательная база РФ призвана регулировать только организованный (биржевой) рынок, а неорганизованный (внебиржевой) рынок не попадает в эту категорию⁸. Однако основная часть инсайдерских сделок приходится именно на внебиржевой рынок. Поэтому необходимо добавить новый пункт в законодательство, который, во-первых, ввел бы регулирование внебиржевого рынка, а во-вторых, так как одной системе тяжело уследить за всем сразу, передал бы часть функций саморегулируемым организациям, как это сделано на Западе.

Еще один пункт, который необходимо подкорректировать, — это понимание того, кто есть инсайдер. В отечественном законодательстве к инсайдерам относят лиц, имеющих 25% и больше акций в собственности, когда в других странах эта цифра составляет лишь 10%. По сути, все те, кто имеют в портфеле пакет акций компании,

⁸Противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком. URL: <https://www.cbr.ru/finmarket/inside/>

имеет доступ к инсайдерской информации. Следовательно, необходимо снизить барьер до мировых стандартов.

Со временем станет понятно, насколько эффективен тот или иной пункт, какие изменения требуются для получения большей эффективности.

Вывод

В заключение необходимо признать, что в работа по снижению незаконного оборота инсайдерской информации на финансовых рынках проводится и выражается в принятии дополнительных законов и постоянном внесении поправок в уже существующие.

Но все эти действия не смогли сильно поднять уровень противодействия нелегальному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынков. В первую очередь это выражается в том, что ко всем лицам, уличенным в совершении преступления с использованием инсайдерской информации, в основном применялись административные наказания.

Низкий уровень поддерживается в первую очередь тем, что не только регулирующий орган, но и другие стороны торговли на финансовых рынках не имеют эффективного комплекса мер для пресечения недобросовестного использования конфиденциальной информации.

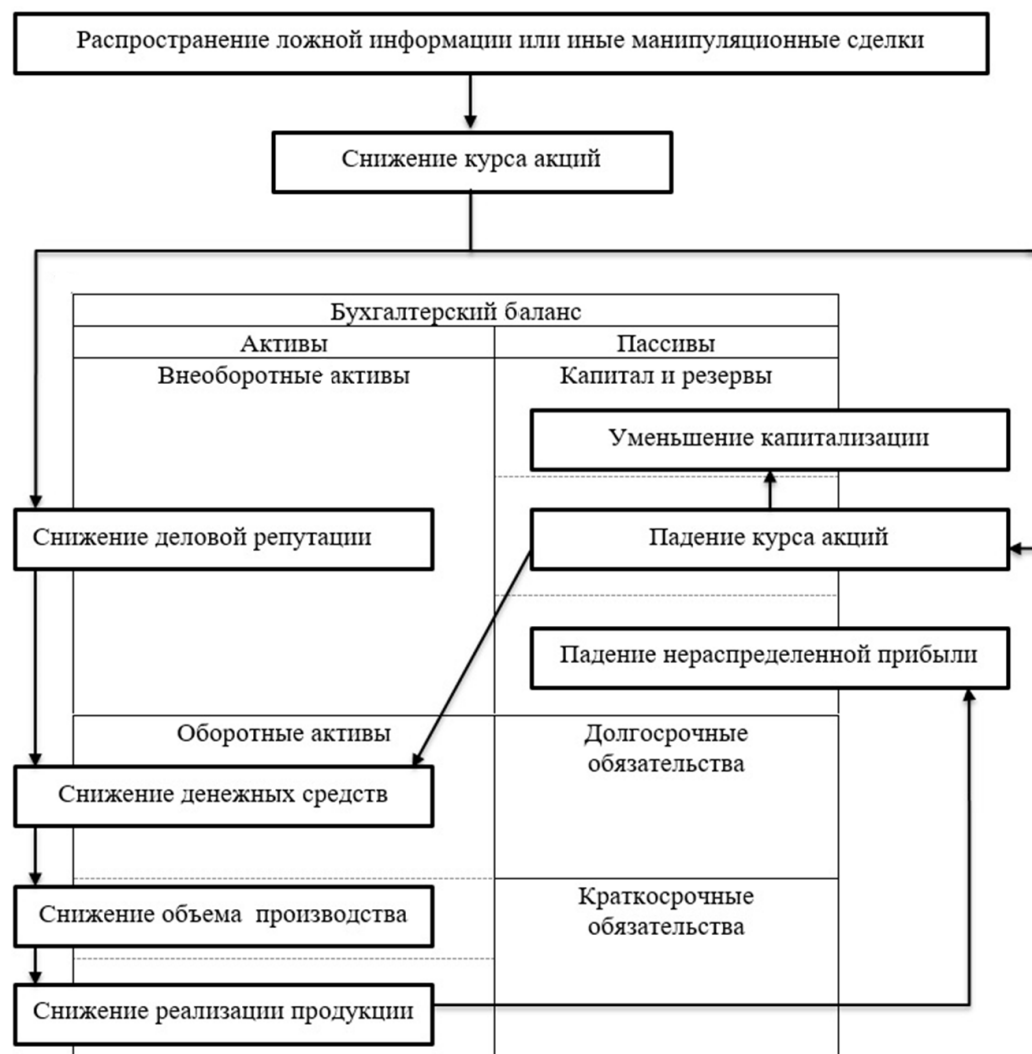
Итог всего этого: будущие нарушители антиинсайдерского законодательства имеют устойчивую уверенность в том, что их незаконная деятельность, если и ассоциируется с опасностью, то с очень низкой, а прибыль, которую они смогут из этого извлечь, будет ощутимо выше риска.

Рисунок 1

Схема распространения ложной информации или иных манипуляционных сделок

Figure 1

The flow of false information or other sham dealings



Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Список литературы

1. *Bhattacharya U., Daouk H.* The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, 2002, vol. 57, no. 1, pp. 75–108.
URL: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00416>
2. *Eckbo E.B., Smith D.* The Conditional Performance of Insider Trades. *The Journal of Finance*, 1999, vol. 53, iss. 2, pp. 467–498.
URL: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.205263>
3. *Lakonishok J., Lee I.* Are Insider Trades Informative? *The Review of Financial Studies*, 2001, vol. 14, no. 1, pp. 79–111. URL: <https://doi.org/10.1093/rfs/14.1.79>
4. *Clements M., Singh H.* An Analysis of Trading in Large Stocks Before Successful Takeover Announcements. *Journal of Multinational Financial Management*, 2011, vol. 21, no. 1, pp. 1–17. URL: <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2010.12.002>
5. *Degryse H., Jong F., Lefebvre J.* An Empirical Analysis of Legal Insider Trading in The Netherlands. *De Economist*, 2014, vol. 162, no. 1, pp. 71–103.
URL: <https://doi.org/10.1007/s10645-013-9222-4>
6. *Jaffe J.F.* The Effect of Regulation Changes on Insider Trading. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 1974, vol. 5, no. 1, pp. 93–121.
URL: <https://doi.org/10.2307/3003094>
7. *Jarrell A.G., Poulsen A.* Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1989, vol. 5, no. 2, pp. 225–248.
URL: <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.jleo.a036969>
8. *Karpoff J.M., Lee D.* Insider Trading before New Issue Announcements. *Financial Management*, 1991, vol. 20, no. 1, pp. 18–26.
9. *Bergmans B.* Inside Information and Securities Trading: A Legal and Economic Analysis of the Foundations of Liability in the U.S.A. and the European Community. Springer, 1991, 256 p.
10. *Manne H.G.* Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark. *Journal of Corporation Law*, 2005, vol. 31, no. 1, pp. 167–185.
11. *Williams W.* Insider Trading and Asymmetric Information. *Capitalism Magazine*, 2003.
URL: <https://www.capitalismmagazine.com/2003/07/insider-trading-and-asymmetric-information/>
12. *Володин С.Н., Черных Е.И.* Борьба с инсайдерской торговлей на российском рынке: использование опыта развитых и развивающихся стран // Управленческий учет и финансы. 2017. № 1. С. 2 – 12.
13. *Володин С.Н., Емелькина А.И.* Манипулирование ценами рыночных активов: сравнение опыта России и США // Валютное регулирование. Валютный контроль. 2016. № 6. С. 48 – 55.

14. *Мамочка Е.А.* Инсайдерская информация: понятие, признаки, проблемы // Территория новых возможностей. Вестник Владивостокского государственного университета экономики и сервиса. 2016. Т. 8. № 2. С. 90—99.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/insayderskaya-informatsiya-ponyatie-priznaki-problemy/viewer>
15. *Петров В.В.* Повышение уровня экономической безопасности фондового рынка с помощью совершенствования законодательства в сфере противодействия инсайдерской торговле // Региональные проблемы преобразования экономики. 2017. № 9. С. 82—96. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/povyshenie-urovnya-ekonomicheskoy-bezopasnosti-fondovogo-rynka-s-pomoschyu-sovershenstvovaniya-zakonodatelstva-v-sfere/viewer>
16. *Петров В.В.* Диагностирование инсайдерской торговли на российском фондовом рынке перед важными корпоративными событиями // Корпоративные финансы. 2016. Т. 10. № 4. С. 46—74. URL: <https://cfjournal.hse.ru/article/view/2874/7391>
17. *Кабанов А.С., Лось А.Б.* Причины, профилактика и методы противодействия инсайдерской деятельности // Безопасность бизнеса. 2016. № 3. С. 28—31.
18. *Кондратов С.В.* Борьба с инсайдерскими сделками на современном этапе развития финансового рынка России: проблемы и пути их преодоления // Экономика и предпринимательство. 2017. № 6. С. 761—766.
19. *Милова И.Е., Мавринская Т.В.* Даркнет как способ неправомерного использования инсайдерской информации // Инновационное развитие. 2018. № 1. С. 57—59.
20. *Чиркова Е.В., Агамян Г.Р.* Инсайдерская торговля на российском фондовом рынке перед объявлениями о сделках по слияниям и поглощениям // Экономический журнал ВШЭ. 2015. Т. 19. № 3. С. 395—422.
URL: <https://ej.hse.ru/data/2015/11/10/1078717641/%D0%A7%D0%B8%D1%80%D0%BA%D0%BE%D0%B2%D0%B0.pdf>
21. *Буйневич М.В., Власов Д.С.* Сравнительный обзор способов выявления инсайдеров в информационных системах // Информатизация и связь. 2019. № 2. С. 83—91.
22. *Королева Е.В., Жарова О.Ю.* Применение технологии распознавания лиц для предотвращения инсайдерских атак // Электронный журнал: Наука, Техника и Образование. 2019. № 4. С. 58—63.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

OPPORTUNITIES FOR IMPROVING THE INSIDER LAWS: A COMPARATIVE ANALYSIS OF THE PRACTICE IN THE USA AND RUSSIA

Erik K. OVAKIMYAN

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA),
Moscow, Russian Federation
eric-93@mail.ru
ORCID: not available

Article history:

Article No. 129/2020
Received 4 March 2020
Received in revised form
18 March 2020
Accepted 1 April 2020
Available online
28 April 2020

JEL classification: K22,
N42

Keywords: insider,
insider trading, legal
regulation

Abstract

Subject. The article examines the laws regulating insider trading.

Objectives. The study outlines recommendations for refining Law *On Countering the Illegal Use of Insider Information and Market Manipulation and Amendments to Some Legislative Acts of the Russian Federation*, № 224-ФЗ of July 27, 2010.

Methods. The methodological framework includes a general dialectical method, analysis and synthesis, induction and deductions, and some specific methods, such as comparative and formal logic analysis to specify the definition of insider information, structural logic and functional analysis to improve the mechanism for countering insider trading and market manipulation.

Results. We discovered key drawbacks to be addressed so as to improve the business environment in Russia. Although the Russia laws mainly mirror the U.S. laws, they present a more extended list of terms concerning the insider information. I believe the legislative perfection should be continued.

Conclusions and Relevance. The study helps apply the findings to outline a new legislative regulation or amend the existing ones, add a new mention on the course of financial markets to students' books, develop new methods for detecting and countering and improving the existing ones. If all parties to insider relationships use the findings, they will prevent insider trading crimes in financial markets and (or) reduce the negative impact of such crimes on the parties.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2020

Please cite this article as: Ovakimyan E.K. Opportunities for Improving the Insider Laws: A Comparative Analysis of the Practice in the USA and Russia. *Finance and Credit*, 2020, vol. 26, iss. 4, pp. 796–814.
<https://doi.org/10.24891/fc.26.4.796>

References

1. Bhattacharya U., Daouk H. The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, 2002, vol. 57, no. 1, pp. 75–108.
URL: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00416>
2. Eckbo E.B., Smith D. The Conditional Performance of Insider Trades. *The Journal of Finance*, 1999, vol. 53, iss. 2, pp. 467–498.
URL: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.205263>

3. Lakonishok J., Lee I. Are Insider Trades Informative? *The Review of Financial Studies*, 2001, vol. 14, no. 1, pp. 79–111. URL: <https://doi.org/10.1093/rfs/14.1.79>
4. Clements M., Singh H. An Analysis of Trading in Large Stocks Before Successful Takeover Announcements. *Journal of Multinational Financial Management*, 2011, vol. 21, no. 1, pp. 1–17. URL: <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2010.12.002>
5. Degryse H., Jong F., Lefebvre J. An Empirical Analysis of Legal Insider Trading in The Netherlands. *De Economist*, 2014, vol. 162, no. 1, pp. 71–103. URL: <https://doi.org/10.1007/s10645-013-9222-4>
6. Jaffe J.F. The Effect of Regulation Changes on Insider Trading. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 1974, vol. 5, no. 1, pp. 93–121. URL: <https://doi.org/10.2307/3003094>
7. Jarrell A.G., Poulsen A. Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1989, vol. 5, no. 2, pp. 225–248. URL: <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.jleo.a036969>
8. Karpoff J.M., Lee D. Insider Trading before New Issue Announcements. *Financial Management*, 1991, vol. 20, no. 1, pp. 18–26.
9. Bergmans V. Inside Information and Securities Trading: A Legal and Economic Analysis of the Foundations of Liability in the U.S.A. and the European Community. Springer, 1991, 256 p.
10. Manne H. G. Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark. *Journal of Corporation Law*, 2005, vol. 31, no. 1, pp. 167–185.
11. Williams W. Insider Trading and Asymmetric Information. *Capitalism Magazine*, 2003. URL: <https://www.capitalismmagazine.com/2003/07/insider-trading-and-asymmetric-information/>
12. Volodin S.N., Chernykh E.I. [Countering insider trade in the Russian market: Evidence from advanced and emerging economies]. *Upravlencheskii uchet i finansy = Management Accounting and Finance*, 2017, no. 1, pp. 2–12. (In Russ.)
13. Volodin S.N., Emel'kina A.I. [Manipulating prices for market assets: A comparison of the Russian and U.S. practices]. *Valyutnoe regulirovanie. Valyutnyi kontrol' = Currency Regulation. Currency Control*, 2016, no. 6, pp. 48–55. (In Russ.)
14. Mamochka E.A. [Insider information: Concept, signs, problems]. *Territoriya novykh vozmozhnostei. Vestnik Vladivostokskogo gosudarstvennogo universiteta ekonomiki i servisa = Territory of New Opportunities. Bulletin of Vladivostok State University of Economics and Service*, 2016, vol. 8, no. 2, pp. 90–99. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/insayderskaya-informatsiya-ponyatie-priznaki-problemy/viewer> (In Russ.)
15. Petrov V.V. [Improving the level of economic security of the stock market using the improvement of legislation in the sphere of counteracting insider trading]. *Regional'nye problemy preobrazovaniya ekonomiki = Regional Problems*

- of Transforming the Economy*, 2017, no. 9, pp. 82–96.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/povyshenie-urovnya-ekonomicheskoy-bezopasnosti-fondovogo-rynka-s-pomoschyu-sovershenstvovaniya-zakonodatelstva-v-sfere/viewer> (In Russ.)
16. Petrov V.V. [Testing for the insider trading prior to the significant corporate events]. *Korporativnye finansy*, 2016, vol. 10, no. 4, pp. 46–74. (In Russ.)
URL: <https://cfjournal.hse.ru/article/view/2874/7391>
17. Kabanov A.S., Los' A.B. [Reasons, prevention and methods of counteraction of insider activity]. *Bezopasnost' biznesa = Business Security*, 2016, no. 3, pp. 28–31. (In Russ.)
18. Kondratov S.V. [The fight against insider transactions at the present stage of development of the financial market of Russia: problems and ways to overcome them]. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*, 2017, no. 6, pp. 761–766. (In Russ.)
19. Milova I.E., Mavrinskaya T.V. [Darknet as a way of misuse of insider information]. *Innovatsionnoe razvitie = Innovative Development*, 2018, no. 1, pp. 57–59. (In Russ.)
20. Chirkova E.V., Agamyan G.R. [Insider trading in the Russian stock market before the announcements of mergers and acquisition deals]. *Ekonomicheskii zhurnal VShE = HSE Economic Journal*, 2015, vol. 19, no. 3, pp. 395–422.
URL: <https://ej.hse.ru/data/2015/11/10/1078717641/%D0%A7%D0%B8%D1%80%D0%BA%D0%BE%D0%B2%D0%B0.pdf> (In Russ.)
21. Buinevich M.V., Vlasov D.S. [Comparative review of methods of insiders detection in information systems]. *Informatizatsiya i svyaz' = Informatization and Communication*, 2019, no. 2, pp. 83–91. (In Russ.)
22. Koroleva E.V., Zharova O.Yu. [The use of face recognition technology to prevent insider attacks]. *Nauka, Tekhnika i Obrazovanie*, 2019, no. 4, pp. 58–63. (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.