

# Голоса молодых

## ЭТИКА ЕВРОПЕЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

З. Шукаидзе\*

Меры, принимаемые Европейским сообществом по отношению к так называемым операциям инсайдеров (*insiders trading, opérations d'initiés*), имеют важнейшее значение для эффективного функционирования европейского рынка ценных бумаг, ибо развитие такого рынка во многом зависит от доверия к нему инвесторов. Это вызывает необходимость санкционирования любой биржевой операции, внушающей сомнения с позиций ее этичности и гласности.

С этой целью такие государства-члены ЕС, как Англия, Франция и Дания, ввели в свое внутреннее право регламентацию операций инсайдеров. Люксембург тоже запретил такие операции, но не разработал карательных мер для случаев несоблюдения этого запрета. В Германии положение иное: здесь по сегодняшний день действует единственный Кодекс правил поведения, разработанный в 1970 году (с изменениями и дополнениями 1976 и 1988 гг.). Кодекс имеет ограниченное действие, так как применение его является добровольным. К 1987 году чуть меньше 100 из 480 обществ, котирующихся на восьми биржах Германии, не приняли правила этого кодекса. Вот причина того, что Федерация немецких бирж выступает ярким сторонником принятия императивных мер регулирования. В конечном счете немецкие биржевики стали на позицию своих лондонских коллег, которые несколько десятилетий назад добились замены добровольного "city codes" законом. Аналогично развивались события и в Голландии, где в 1989 году Кодекс правил поведения Биржи Амстердама был дополнен законом, преследующим операции инсайдеров в уголовном порядке.

Эта несхожесть внутригосударственных регламентаций или их отсутствие – Италия и Ирландия до сих пор не приняли никаких правил в этой области – долго тормозили борьбу против операций инсайдеров в ЕС. Поэтому Комиссия и Совет ЕС поставили перед собой задачу скоординировать существующие регламентации с целью

---

\* Студент V курса международно-правового факультета МГИМО МИД РФ.

создания такого европейского рынка ценных бумаг, который был бы одновременно и эффективным, и справедливым.

Именно для решения этой задачи была принята в 1989 году Директива об операциях инсайдеров<sup>1</sup> (отметим, что эта директива дублируется в международном плане Конвенций Совета Европы о финансовых операциях инсайдеров).

### Директива 89/592 Совета ЕС от 13 ноября 1989 г.

Директива дает дефиниции понятий **привилегированной информации** и **инсайдера**.

#### I

Информация, для того чтобы ее квалифицировали как **привилегированную**, должна иметь несколько качеств, исходящих из ее сущности и объекта.

Применительно к сущности информации она должна быть негласной, ясной и способной повлиять на курс той ценной бумаги, которой она касается. Какой же смысл вкладывается в приведенные определения?

Согласно статье 1 директивы, прежде всего информация **не должна быть опубликована**. Это основное условие фигурирует и в Конвенции Совета Европы, и во внутренних законодательных нормах государств – членов ЕС. Судебная практика уточнила понятие "неизвестная информация". Так, в одном из своих решений парижский Суд высшей инстанции подчеркнул, что "если даже инсайдер является не единственным лицом, располагающим информацией, эта последняя остается привилегированной, так как является достоянием лиц, число которых очень ограничено по сравнению с числом всех заинтересованных партнеров по бирже". Зато не считаются привилегированной информацией оценки, основанные на опубликованных данных. Так, французская Комиссия по биржевым операциям (далее – COB) не рассматривает как инсайдерские те операции, которые опираются на "анализ и прогноз и способствуют оживлению и ликвидности рынка"<sup>2</sup>.

Директива акцентирует внимание на "**ясности**" информации. Тот же самый подход и у испанского закона. Комиссия ЕС подчеркнула, что "простые слухи" не должны рассматриваться как привилегированная информация. Несмотря на то что подобного положения нет во французском законе, судебная практика придерживается именно такого толкования. Апелляционный суд Парижа в своем решении 1977 года разъяснил, что "некоторые тревожащие слухи не пред-

ставляют ту ясность, особенность и точность, которые должны характеризовать привилегированную информацию”.

Для того чтобы негласная и точная информация была привилегированной, она еще должна быть способной **ощутимо повлиять на курс ценных бумаг**. В противном случае следовало бы запретить проводить операции с ценными бумагами руководителям компании и даже ее служащим, так как они постоянно располагают точной и неопубликованной информацией. Во внутреннем законодательстве большинства государств-членов ЕС содержатся аналогичные определения.

В отношении объектов в директиве говорится, что привилегированная информация должна затрагивать “одного или нескольких эмитентов или одну или несколько ценных бумаг”.

Когда идет речь об информации, затрагивающей эмитента, Комиссия выделяет две ее характеристики: внутреннюю и внешнюю. О внутреннем характере информации можно говорить, когда налицо увеличение поступлений; если же какое-либо другое предприятие направляет предложение о покупке контрольного пакета эмитента, то по этому факту можно судить о внешнем характере информации.

Французская судебная практика ярко иллюстрирует и первую, и вторую гипотезы. Постановлением от 26 мая 1977 г. апелляционный суд Парижа признал виновным в совершении инсайдерского правонарушения генерального директора одного предприятия за продажу 6000 из 19 580 своих ценных бумаг в преддверии ожидаемого падения курса. Суд решил, что директор продавал свои акции, используя привилегированную информацию, так как падение курса наступило вскоре после операции, избавившей признанного виновным от потерь в размере 12 млн. франков.

В свою очередь, Суд высшей инстанции Парижа 29 октября 1975 г. постановил, что замысел и осуществление обвиняемым предложения о покупке пакета акций предприятия были реализованы им при наличии данных о финансовом делопроизводстве на этом предприятии.

Естественно, это не означает, что все те, кто делает предложения покупки контрольного пакета акций, должны считаться инсайдерами.

## II

Директива определяет различные категории инсайдера и операции, которые им запрещено проводить.

Признаются две категории инсайдеров: **первичные и вторичные**.

Согласно статье 2 директивы, **первичными инсайдерами** являются те, кто "в силу своего качества члена административного органа или дирекции, в силу своего участия в капитале эмитента или в силу своего доступа к информации в рамках исполнения своих должностных и профессиональных обязанностей располагает привилегированной информацией". Речь в данном случае идет прежде всего о руководителях предприятия.

То же положение можно наблюдать и во французском и английском законах: руководитель предприятия не имеет права использовать в личных целях информацию, составляющую, как подчеркнула французская Комиссия по биржевым операциям, "элемент общего достояния"<sup>3</sup>. Таким образом, европейский законодатель априори считает руководителей компании обладающими привилегированной информацией. Эта презумпция поддерживается идеей, что вышеупомянутые лица подвергаются соблазну использовать для своей выгоды информацию в большей степени, нежели другие. Можно было бы возразить, что администраторы не могут быть в курсе абсолютно всех дел их же предприятия. Однако анализ судебной практики показывает, что  $\frac{1}{4}$  всех рассмотренных с 1975 года в данной области дел касается "социальных мандатариев", эмитирующих компании.

Следующими **потенциальными инсайдерами** являются, как было сказано, те, кто обладает привилегированной информацией "в силу участия в капитале эмитента". Имеются в виду все владельцы акций независимо от их количества. Это порождает множество деликатных вопросов и проблем доказывания участия или даже заинтересованности в незаконной операции акционеров, имеющих незначительное количество акций. Несомненно, во избежание такого рода проблем следовало бы пойти по сути американского закона 1934 года<sup>4</sup>, согласно которому для того, чтобы считаться потенциальным инсайдером, нужно обладать не менее чем десятью процентами акций компании.

И наконец, последней **категорией инсайдеров** (согласно и директиве, и Конвенции Совета Европы, и внутригосударственному праву государств – членов ЕС) являются те, кто получает привилегированную информацию в силу своей работы, осуществления своих профессиональных и должностных функций. Эта категория очень широкая и охватывает одновременно неруководящий персонал общества-эмитента ("свои") и незанятых в этом обществе лиц ("посторонние инсайдеры").

**Свои инсайдеры** – это все категории неруководящего персонала компании, в том числе и работающего на второстепенных должностях. Следовательно, простой рабочий может привлекаться к ответственности так же, как и высшее должностное лицо, если будет уста-

новлено, что он имел доступ к привилегированной информации и использовал ее в нарушение закона.

**Посторонними инсайдерами** являются те, кто в силу исполнения своей работы или должностных функций получает привилегированную информацию. Эта категория лиц также большая и неоднородная: так, юридическая практика признавала инсайдерами архитекторов, журналистов и т.д. Информация, полученная даже совершенно случайно, может считаться привилегированной, если она касается существенных вопросов техники, коммерции и финансов общества. Некоторые авторы считают такое решение слишком жестким, полагая, что это приводит к запрещению опираться на "интуицию и рассудок" в делах. Тем не менее представляется вполне законным обязывать всех владельцев конфиденциальной информации не использовать ее в личных целях.

**Первичными инсайдерами** могут быть и юридические лица, как явствует из пункта 2 статьи 2 директивы. В этом случае запрет на приобретение или уступку ценных бумаг распространяется на тех физических лиц, которые участвуют в принятии решений о заключении сделок за счет этого юридического лица.

Статья 4 директивы считает **вторичным инсайдером** лицо, получившее привилегированную информацию от первичного инсайдера. Следовательно, тот, кто, даже не имея никаких связей с обществом-эмитентом (например, супруги "посвященных"), эксплуатирует "со знанием дела" соответствующую информацию, может подвергаться преследованию в судебном порядке. Вместе с тем это правило не распространяется на тех, кто получил информацию совершенно случайно, – услышав разговор, но не осознав привилегированность этой информации. Делая судьбу таких лиц зависимой от их способности осознавать конфиденциальный характер информации, право ЕС вынуждено прибегать к разрешению деликатнейших проблем доказывания.

Эта жесткость все-таки умеряется тем, что директива запрещает эксплуатацию привилегированной информации "со знанием дела" вторичным инсайдером, но ни в коем случае – передачу этой информации третьим лицам или же рекомендации третьим лицам совершать сделки на базе этой информации.

Как и директива, Конвенция Совета Европы запрещает операции вторичных инсайдеров. Аналогичные положения фигурируют и в английском праве<sup>5</sup>. Напротив, немецкий Кодекс правил поведения освобождает от ответственности вторичных инсайдеров. Почти такой же пробел существует и во французском праве, согласно которому можно применить санкции в отношении вторичных инсайдеров, только прибегнув к оспариванию теории о "сообщничестве и укрытельстве правонарушителя инсайдера".

Директива дает точное определение **запрещенных операций**. Одни из этих операций запрещаются всем инсайдерам, другие – только первичным.

По статье 2 первичным инсайдерам "запрещается приобретать или уступать за свой или за чужой счет, прямо или косвенно, ценные бумаги эмитента или затронутых эмитентов с применением, со знанием дела, привилегированной информации". Статья 4 распространяет это положение и на вторичных инсайдеров.

Отсюда следует, что запрещается как покупка, так и продажа ценных бумаг. И это понятно, ибо пользователь информации может предвосхитить как падение, так и рост курса в зависимости от характера информации.

В директиве подчеркивается, что право нарушает только тот, кто использует привилегированную информацию намеренно, "со знанием дела". Но эта оговорка не имеет принципиального значения, как считают некоторые авторы<sup>6</sup>. Эксплуатация привилегированной информации на бирже не может быть следствием невнимательности, ибо тот, кто проводит биржевую операцию с использованием информации, способной повлиять на курс ценных бумаг, действует со знанием дела. Противоположное может иметь место только тогда, когда владелец информации не отдавал себе отчет в ее привилегированности. Понятно, что такие хрупкие, размытые понятия, как "умысел", "осознанность", "знание дела" и т.п., не могут не порождать массу трудностей в той области, но, как показывает практика, суды достаточно легко вычисляют эту пресловутую "намеренность" из объективных обстоятельств дела.

Понятие "эксплуатация" тоже создает немало трудностей. Выход из данной ситуации, предложенный директивой, заключается в разграничении понятий "осознанная эксплуатация привилегированной информации" и "намерение извлечь доход". Такова же и логика голландского закона 1989 года: "Наказуема такая операция с использованием привилегированной информации, которая способна принести выгоду". Причем совсем не обязательно реализовать доход, то есть главное здесь — "способность" операции. Иными словами — некомпетентность не может служить оправданием недобросовестности.

Наконец, пункт 4 статьи 2 гласит, что запрет на покупку и продажу ценных бумаг не распространяется на операции, проводимые государством, центральным банком или другим органом, действующим от его имени, так как эта операция является следствием финансовой и валютно-кредитной политики. Здесь речь идет о классической "защитной оговорке" в праве ЕС, обеспечивающей экономической суверенитет государств-членов.

Перейдем теперь к операциям, которые запрещаются только первичным инсайдерам. Во-первых, директива налагает запрет передавать третьим лицам привилегированную информацию, если только это не предусмотрено кругом их профессиональных и должностных обязанностей. Это обязательство конфиденциальности можно найти в законах многих государств-членов. Так, французский закон

1989 года о гласности и защищенности финансовых рынков карает тюремным заключением от одного до шести месяцев и/или штрафом от 10 до 100 тыс. франков тех первичных инсайдеров, которые передали третьим лицам привилегированную информацию.

Во-вторых, директива запрещает первичным инсайдерам рекомендовать третьим лицам приобретение или уступку ценных бумаг с опорой на привилегированную информацию.

Эти ограничения не распространяются на вторичных инсайдеров, несмотря на то что Комиссия ЕС в своем проекте директивы обязывала и вторичных инсайдеров подчиняться требованиям, предъявляемым к первичным инсайдерам. Более того, Экономический и Социальный Совет предлагал пойти еще дальше, то есть охватить санкциями информацию, переходящую границы вторичных инсайдеров. Тем не менее окончательный вариант директивы ограничился тем, что оставил государствам-членам право распространять изложенные запреты и на вторичных инсайдеров.

Конечно, возможна ситуация, что государства будут по-прежнему придерживаться разных подходов к данной проблеме. Однако главное – установление европейского определения операций инсайдеров, что является весьма существенным вкладом директивы в дело сведения воедино различных правовых систем. Контроль же за такими операциями остается в компетенции государств-членов.

### **Контроль государством операций инсайдеров**

Директива сначала определяет средства контроля, а потом общие формы, в которые этот контроль может облекаться. Государственные органы наделены компетенцией в сфере должного применения положения директивы. Эти государственные органы должны согласовывать между собой действия согласно принципам, изложенным в директиве.

#### **I**

Согласно статье 8, каждое государство определяет административный орган, следящий за должным исполнением положений директивы. Было бы невозможным в отсутствие такого органа выявление незаконных операций и их авторов. Для того чтобы деятельность этих органов надзора была эффективной, "они должны обладать всеми необходимыми полномочиями", в том числе и правом проводить расследования и обязывать финансовых посредников сообщать данные о некомпетентных биржевых агентах. Конечно, это последнее право должно обеспечиваться правом наказывать тех, кто уклоняется от сотрудничества с органами надзора.

Во Франции надзором над биржами занимается Комиссия по бир-

жевым операциям (COB), образованная ордонансом 1967 года. Ее полномочия были усилены специальными законами, соответственно, в 1970 и 1989 годах. В настоящее время Комиссия состоит из председателя, назначаемого на шесть лет, и восьми членов, назначаемых на четыре года.

Изначально для обнаружения подозрительных операций COB имела ограниченные средства, одним из которых была ежедневная отправка на биржу агента своей информационной службы. Но в 1973 году Комиссия добилась того, что парижская Компания маклеров регулярно посылает Комиссии листинг котировок всех обществ. Кроме того, благодаря системе Антиоп, которой она располагает уже десять лет, Комиссия постоянно наблюдает за ходом дел на бирже. Таким образом, выявление аномалий не представляет больших трудностей.

По закону COB обладает широкими возможностями расследования. Она имеет право затребовать любой документ, необходимый в ходе расследования, может вызвать для заслушивания всех, кто располагает полезной информацией. Комиссия имеет доступ к любому рабочему месту<sup>7</sup>.

В дополнение к этому Суд высшей инстанции может по обоснованной просьбе председателя COB разрешить ордонансом расследования и обыски в любом месте, равно как и наложить арест на документы.

С целью обеспечения соблюдения этих положений закон предусмотрел карательные меры для тех, кто будет чинить препятствия лицам, ведущим расследование (тюремное заключение сроком от 15 суток до 2 лет и/или штраф от 15 тыс. до 2 млн. франков).

В международной области полномочия COB тоже расширились. Она может заключать административные соглашения с аналогичными органами других государств. Именно во время переговоров по поводу заключения двусторонних договоров французская COB, американская SEC (Securities and exchange commission), британские DTI (Department of trade and industry) и SIB (Securities and investment board) осознали необходимость получения от избирателей соответствующих полномочий для ведения расследования по просьбе аналогичного органа иностранного государства. Подобное учреждение существует и в Италии – CONSOB (Commissione nazionale per la societa e la Borsa).

Важнейшим событием в двусторонних отношениях органов надзора было заключение соглашения между французской COB и американской SEC. Это соглашение отличается от соглашения о взаимопомощи в рамках ЕС, так как в первом случае речь идет о взаимодействии двух разных юридических систем, придерживающихся часто полярных взглядов в области квалификации правонарушения и процедуры расследования. Объектом соглашения является обеспечение взаимопомощи с целью, с одной стороны, быстро и точно информировать инвесторов об эмитентах и, с другой стороны, предупредить



биржевые правонарушения и вообще неуважение правил организации и функционирования рынков ценных бумаг и коммерческих обществ и установить за них санкции.

Соглашение имеет в виду административное, а не судебное сотрудничество, исключаящее все то, что могло бы нанести ущерб суверенитету одного из двух государств, их безопасности, основным экономическим интересам и публичному правопорядку.

В директиве нет положения о компетенции контрольных органов в области ситуации с "международным элементом". Однако число операций инсайдеров, одновременно проходящих в рамках нескольких стран, возрастает. Для того чтобы операция имела международный характер, достаточно отдать приказ о покупке или продаже ценных бумаг не в той стране, в какой они были эмитированы. То же относится к ситуации, когда ценные бумаги одного эмитента котируются одновременно на биржах нескольких стран.

Директива не предусматривает гармонизации компетенции контрольных органов государств-членов, но зато она организует в целях борьбы против незаконных операций сотрудничество национальных компетентных органов.

Поскольку создание наднационального органа надзора за финансовой деятельностью в ближайшее время не представляется возможным, статья 10 директивы предусматривает меры, необходимые для обеспечения эффективного сотрудничества между национальными компетентными органами. Они должны предоставлять друг другу всю необходимую информацию, за исключением случаев, когда такая передача сведений может нанести ущерб суверенитету, безопасности и публичному правопорядку государства или когда по поводу фактов, затронутых требуемой информацией, в государстве уже возбуждено судебное дело.

Предусматривается распространение вышеупомянутого сотрудничества и на третьи страны при наличии договора между ними и ЕС.

Система, установленная директивой, дублируется Конвенцией Совета Европы, но ее положения не носят императивного характера. И это естественно, если иметь в виду, что Совет Европы – не в такой степени интегрированная организация, как ЕЭС. С учетом данной ситуации государства-члены Совета Европы приняли в октябре 1989 года протокол о применении правил ЕС. Конвенция была дополнена статьей 16, предусматривающей, что в двусторонних отношениях государства-члены ЕС должны применять право ЕС. И только в том случае, когда последнее не регулирует какую-либо конкретную ситуацию, обращаться к Конвенции.

Заметим, что из-за отсутствия достаточного числа ратификаций Конвенция до сих пор не вступила в силу. Единственным государством-членом ЕС, подписавшим ее, является Великобритания.

## II

Контроль за операциями инсайдеров может иметь форму превентивных мер и санкций.

Статья 7 директивы обязывает общества-эмитенты, ценные бумаги которых приняты на котировку на вторичном рынке, информировать о новых фактах, имеющих место в сфере их деятельности и способных значительно повлиять на курс ценных бумаг. Такое же обязательство вытекает и для обществ, участвующих в торгах на официальной бирже, из директивы 1979 года об условиях принятия ценных бумаг на котировку<sup>8</sup>. Общество может быть освобождено от этой обязанности в случае, если разглашение информации может навредить его законным интересам. Директива об инсайдерах распространяет это положение и на эмитентов, чьи ценные бумаги приняты на котировку на неофициальном, вторичном рынке, каковыми являются, например, "Second marche" во Франции или "Mercato Ristretto" в Италии.

Публикация информации в кратчайшие сроки представляется лучшей превентивной мерой против запрещенных операций, ибо она сокращает время, в течение которого информация остается недоступной публике и, следовательно, привилегированной.

В Совете министров ЕС обсуждается директива о предложениях о покупке контрольного пакета акций. В случае ее принятия делающий предложение о покупке или обмене обязан заблаговременно предупредить орган контроля, само общество, эмитента и дополнительно к этому опубликовать в прессе решение о предложении. Такой же философии придерживается большинство государств-членов ЕС. Рассмотрим это на примере Франции.

Статья 78 ордонанса от 28 сентября 1967 г. предусматривала, что любое приобретение отчужденных ценных бумаг должно быть декларировано в СОВ в кратчайший срок, установленный в шесть дней. Такое обязательство оказалось слишком тяжелым, и по этой причине не выполнялось, поскольку у СОВ не доставало средств для проверки полученных деклараций. Это положение было изменено законом от 23 декабря 1970 г.

Другим способом борьбы против операций инсайдеров является поощрение введения внутренних процедур для сохранения конфиденциальности информации. Так, Закон о биржах от 2 января 1988 г. гласит, что "внутренний регламент биржевых обществ, кредитных учреждений и посредников в банковских операциях, учреждениях, предусмотренных ст. 8 и 99 закона № 84-46 от 24 января 1984 г. о деятельности кредитных учреждений, предусматривает: условия, в которых сотрудники компаний могут осуществлять биржевые операции за свой счет; условия, в которых они должны информировать своих работодателей; средства для предотвращения циркуляции конфиденциальной информации" (ст. 19).

Комиссия о биржевой деонтологии в одном из своих докладов также подчеркнула важность мер, предназначенных для предотвра-

щения ненужной утечки информации как среди эмитентов, так и среди финансовых посредников.

Статья 13 директивы оставляет государствам-членам заботу о разработке и применении санкций для соблюдения принятых положений. Санкции должны быть "достаточными" (в предварительном варианте – достаточно устрашающими) для эффективной борьбы против незаконных биржевых операций.

Практика установления санкций в государствах различна. Законы некоторых из них предусматривают уголовную ответственность за пренебрежение их положениями. Так, во Франции инсайдер, который, опираясь на привилегированную информацию, производит сам или намеренно разрешает другому производить операцию с ценными бумагами, наказывается "тюремным заключением от двух месяцев до двух лет и/или штрафом в размере от 6 до 10 тыс. франков". И эта цифра может увеличиться до удесятиренного размера дохода, полученного инсайдером вследствие проведенной незаконной операции. А незаконная передача информации третьим лицам карается заключением от одного до шести месяцев и/или штрафом от 10 до 100 тыс. франков. В бельгийском законодательстве есть аналогичные положения, разница лишь в сроках заключения и размерах штрафов.

Английский закон наказывает первичных и вторичных инсайдеров тюремным заключением до двух лет или штрафом. Голландский закон предусматривает ту же меру, но только в отношении первичных инсайдеров.

Как уже говорилось, в таких странах, как Люксембург и Германия, нет специальных санкций в отношении биржевых правонарушителей. Следовательно, необходимо привести законодательства этих государств в соответствие с директивой 89/592 ЕЭС, сам факт принятия которой является свидетельством единодушия всех 12 государств в отношении императивной регуляции операций с ценными бумагами.

С целью гармонизации и поощрения сотрудничества государственных властей в обозначенной области директива распространила компетенцию Контактного комитета, учрежденного директивой 79/279, на операции инсайдеров. Комитет должен способствовать регулярному обсуждению конкретных проблем, возникающих при выполнении положения директивы, и давать советы Комиссии ЕС по поводу дополнения и модификации уже принятых документов.

<sup>1</sup> *Journal Officiel des Communautés Européenne*. – 18 Nov. 89. – № L 334.

<sup>2</sup> *Rapport annuel*. 1976.

<sup>3</sup> *Rapport annuel*. 1976; *Bezard P. Droit penal boursier*. J. Bangne.

<sup>4</sup> *Securities Exchange Act*. 1934.

<sup>5</sup> *Company Securities (Insider dealing) Act*. 1985.

<sup>6</sup> См. *Sauron J.-L. Delit d'initie: vers une harmonisation europeenne.* // *La vie judiciaire*. – 1990. – № 2284.

<sup>7</sup> *Закон от 2 августа 1989 г.* – С. 5.

<sup>8</sup> *JOCE*. – 1979. – № L 66.