

Сидоренко Оксана Василівна

кандидат економічних наук, доцент

Київський кооперативний інститут бізнесу і права

Сидоренко Оксана Васильевна

кандидат экономических наук, доцент

Киевский кооперативный институт бизнеса и права

Sydorenko Oksana

PhD in Economics, Associate Professor

Kyiv Cooperative Institute of Business and Law

**ПОПЕРЕДЖЕННЯ ВИКОРИСТАННЯ ІНСАЙДЕРСЬКОЇ
ІНФОРМАЦІЇ У БІРЖОВІЙ ДІЯЛЬНОСТІ
ПРЕДОТВРАЩЕНИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСАЙДЕРСКОЙ
ИНФОРМАЦИИ В БИРЖЕВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
PREVENTION OF INSIDER TRADING
IN THE EXCHANGE ACTIVITIES**

Анотація. В статті розглядаються проблеми попередження і механізми боротьби з використанням інсайдерської інформації у біржовій діяльності, досвід функціонування систем попередження використання інсайдерської інформації у біржовій торгівлі в США й країнах ЄС, та можливість їх застосування в Україні.

Ключові слова: біржова діяльність, інсайдер, інсайдерська інформація, правова регламентація.

Аннотация. В статье рассматриваются проблемы предупреждения и механизмы борьбы с использованием инсайдерской информации в биржевой деятельности, а также опыт функционирования систем предупреждения использования инсайдерской информации в биржевой торговле в США и странах ЕС, и возможность их использования в Украине.

Ключевые слова: биржевая деятельность, инсайдер, инсайдерская информация, правовая регламентация.

Annotation. The article considers the problem and mechanisms to fight of preventing using of inside information in exchange activities, experience of the use of avoidance systems inside information in stock trading in the US and the EU.

Keywords: exchange activity, insider, inside information, legal regulation.

Постановка проблеми. Однією з найбільших проблем, з якою зіштовхуються учасники біржового процесу, незалежно від виду ринку (фондового, валютного тощо) — це боротьба з інсайдерством у біржовій торгівлі.

Статистика свідчить, що вплив незаконного використання інсайдерської інформації на бізнес надзвичайно високий. Так, за результатами дослідження компанії Compuware і Ponemon Institute, оприлюдненої у 2008 році, причиною витоку інформації із корпорацій у 75% є інсайтери (для порівн.: хакери — на 5-му місці). А після опитування фірмою Sailpoint Technologies своїх працівників щодо їх лояльності до роботи з інформацією обмеженого доступу у 2011 році стало зрозумілим, що близько 30% працівників (із 3,5 тис. респондентів) готові вкрати інформацію у своїх компаній, зокрема й для збагачення [3].

В Україні до сьогодні не існує адекватного правового розуміння поняття «інсайдер», не існує чітких норм, які б регламентували пов'язані з ними процеси. На жаль, це викликає недовіру інвесторів до інституту біржової торгівлі та порушує рівноправність її учасників.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Значний внесок у вивчення впливу інсайдерської інформації на економічну безпеку суб'єктів господарювання та безпосередньо на біржову торгівлю зробили сотні зарубіжних та вітчизняних науковців, зокрема С. Берт, В. Глушков, П. Коваленко, О. Манжай, І. Мігус, Д. Стюарт, В. Саєнко, В. Щербина та інші.

Постановка завдання. Метою статті є аналіз поняття та ознак інсайдерської інформації та регулювання її використання в біржовій діяльності в Україні.

Виклад основного матеріалу дослідження. Термін «інсайдер» походить від англійського слова *inside* — «в середині», тобто, по суті, — це людина, що має доступ до інформації «для внутрішнього користування», різного ступеня секретності. У будь-якій організації існують аспекти (наприклад, фінансові звіти, технологічні розробки, лобіювання інтересів), приховані від пересічних громадян, споживачів, ринку тощо. А люди, залучені в ці процеси, волею чи неволею стають інсайдерами. В широкому розумінні — це володіння певною закритою інформацією. Незаконне інсайдерство — це дія носія інсайдерської інформації, спрямована на відкриття цієї інформації особам, не призначеним для цього, і яка призводить до негативних наслідків об'єкта інсайдерства після розкриття цієї інформації. Найчастіше інсайдерів поділяють на первинних, вторинних, корпоративних, тимчасових, контролюючих осіб тощо [4; 11].

В Україні спроби врегулювати поширення інсайдерської інформації хоч і є, проте вони безсистемні та не відображають реальної ситуації, а тому не встигають за вимогами бізнесу і часу. Зокрема, у 2006 р. приймається Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» (далі — Закон). Він значно вдосконалює законодавство про обіг цінних паперів: дає нормативне визначення низки ключових для даної сфери понять, з-поміж яких «інсайдерська інформація» та «інсайдери», а також встановлює певний перелік дій, які забороняється вчиняти інсайдерам. У 2011 р. було прийнято Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо інсайдерської інформації», яким внесено ряд змін у діючі правові акти [2]. До цього часу не було чіткого визначення, яка саме інформація є інсайдерською, які дії з незаконного використання інсайдерської інформації тягнуть за собою відповідальність, а також не було врегульовано визначення моменту втрати цією інформацією статусу «інсайдерської».

На сьогодні, за національним законодавством інсайдерська інформація — це не оприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених цим законом (ч. 1 ст. 44) Закону. Але якщо момент втрати інсайдерською інформацією статусу «інсайдерської» іще прописаний і визначений як момент її оприлюднення (ч. 3 ст. 44), то поняття «оприлюднення інформації» залишається не зрозумілим, що врешті робить диспозицію статті 44 «мертвою». Визначено заборони особам, які володіють інсайдерською інформацією (ст. 45):

- вчиняти з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочини, спрямовані на придбання або відчуження цінних паперів та похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, до моменту оприлюднення такої інформації;
- передавати інсайдерську інформацію або надавати доступ до неї іншим особам, крім розкриття в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших, передбачених законом випадках;
- давати будь-якій особі рекомендації стосовно придбання або відчуження цінних паперів та похідних (деривативів), щодо яких він володіє інсайдерською інформацією, до моменту оприлюднення.

При виявленні правопорушень (або наявності «підозри» на правопорушення) біржа зобов'язана повідомити регулюючий орган про такі факти. Проте через відсутність законодавчої інтерпретації поняття «підозра» і шляхів оприлюднення, дана норма не працює. Відповідальність за порушення норм настає відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів», Кодексу про адміністративні правопорушення України, Кримінального Кодексу України [12].

В цілому прийняття згаданих правових актів розцінюється як позитив, спрямований на приведення норм, що регулюють питання біржової торгівлі в Україні відповідно до норм законодавства ЄС, з положеннями кодексів України та інших актів. Проте в цілому вони далекі від європейських норм. Наприклад, за висновками юристів український законодавець, розробляючи проект Закону, орієнтувався на положення Директиви 89/592/ЄЕС і, вочевидь, не врахував внесені зміни Директивою 2003/6/ЄС. Тому імплементація норм відбулася лише в частині положень Директиви 2003/6/ЄС, які були «успадковані» від Директиви 89/592/ЄЕС [6]. Зокрема, відповідно до ст. 2 інсайдерська інформація — це будь-яка не оприлюднена інформація про емітента, його біржовий актив або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вартість активу, а інсайдером — є особа, яка володіє інсайдерською інформацією на підставі свого членства в управлінському, виконавчому чи наглядовому органі емітента, або на підставі її участі у капіталі емітента, або на підставі володіння доступом до такої інформації внаслідок виконання своїх службових чи професійних обов'язків, або через вчинення нею кримінальних дій. Закон не деталізує, де можна отримати інформацію, яку із них можна відносити до того чи іншого виду, і чи є вона інсайдерською.

А Директива 2003/6/ЄС зазначає, що інсайдерська інформація — це інформація, яка має точне вираження,

не була оприлюднена, яка прямо або опосередковано стосується одного чи кількох емітентів фінансових інструментів, та яка, у випадку її оприлюднення, мала б значний вплив на ціну таких фінансових інструментів або пов'язаних з ними похідних інструментів. Що стосується деривативів на базові товари, то це означає інформацію певного характеру, яка не була оприлюднена, та яка стосується прямо або опосередковано одного або більшої кількості таких деривативів, та яку користувачі ринків, на яких торгують такими деривативами, очікували б отримати відповідно до загальноприйнятої ринкової практики, що діє на таких ринках. Стосовно осіб, які здійснюють діяльність з виконання наказів клієнтів щодо купівлі та продажу фінансових інструментів, то поняття «інсайдерська інформація» визначається як «інформація, яка надається клієнтом та яка пов'язана з виконанням наказів клієнта, яка має точне вираження, не була оприлюднена, яка прямо або опосередковано стосується одного чи кількох емітентів фінансових інструментів, та яка, у випадку її оприлюднення, мала б значний вплив на ціну таких інструментів або пов'язаних з ними похідних фінансових інструментів».

Очевидно, що порівняно з визначеннями Директиви 2003/6/ЄС, визначення, в Законі про цінні папери, є звуженим, що «сприятиме широкому тлумаченню поняття «інсайдерська інформація» [6], але все ще залишаються недосконалими та не дозволяють охопити регулюванням та попередженням настання більшості правопорушень, пов'язаних з інсайдерством.

Тому вирішення цих проблем залишається на часі.

З метою усунення недоліків регулювання практики використання інсайдерської інформації пропонується максимально залучити світовий досвід розвинених країн, зокрема законодавств ЄС та США, які свідчать, що найкращим вирішенням проблеми є дія на упередження й запровадження превентивних заходів попередження шахрайства, інсайдерства і біржових маніпуляцій.

Антиінсайдерське законодавство динамічне, швидко удосконалюється внаслідок модернізації технологій торгівлі і передачі інформації.

Більшість країн з розвиненими біржовими відносинами прийняли закони досить давно. Наприклад, Конгресом США іще у 1934 р. прийнято закон «Про цінні папери і біржі» (анг. Securities Exchange Act), в якому прописувались норми боротьби з подібними явищами [10]. Проте якісного ефекту не було. Після детального аналізу помилок та недоліків законодавства, а також багаторічної практики, у 1980 р. було внесено принципову поправку, суть якої в тому, що для висунення звинувачень не є обов'язковим наявність фідуціарних зобов'язань між сторонами угода-

ми. Це стало каталізатором судових процесів з питань інсайдерства та шахрайства на біржовому ринку. У 1988 р. уся законодавча практика була систематизована у спеціальний Закон про покарання за інсайдерську торгівлю та шахрайство на ринку цінних паперів, в якому було назавжди зафіксовано фундаментальні заборони:

- укладати угоди з використанням відкритої інформації;
- надавати закриту інформацію третім особам;
- пропонувати третім особам укладати угоди, використовуючи закриту інформацію;
- спонукати третіх осіб до укладення подібних угод.

Заборона надавати інформацію розповсюджується навіть на регулятивний орган, КТФТ, її членів, працівників та членів бірж, членів різних СРО (ст. 13).

Власне ці заборони стали стовпами боротьби з маніпуляціями та незаконним інсайдерством. Подальше напашарування норм відбувалося в бік деталізації ознак інсайдерства та відповідальності за їх порушення. Причиною є, насамперед, надзвичайно широкий спектр біржових активів, по-друге, величезна кількість різних учасників біржового процесу, і по-третє, складні відносини між органами регулювання та об'єктами регулювання.

Правова регламентація сфери зловживань у біржовій торгівлі на ринку США є відображення усієї англо-американської системи права — набору прецедентів, що формуються окремими судовими рішеннями. Базовими актами є вже згаданий Закон «Про цінні папери та біржі», а також Закон Сорбанса-Окслі, у якому прописано жорсткі вимоги до професійних учасників біржових угод і фактично відсутнє правове визначення інсайдерської торгівлі та протиправної поведінки [9]. В основу норм закладено поняття шахрайства та розкриття інформації. Виникнення правопорушень ставиться в залежність від встановлення фактів незаконного використання інформації і нанесеної шкоди (хоча шахрайство не завжди пов'язане із інсайдерством). Тому законодавець, не маючи чітких формулювань, виділяє ознаки біржової діяльності, наявність яких вважають необхідними для оцінки у разі виникнення ситуації щодо притягнення до відповідальності: 1) здійснення операцій; 2) істотність інформації; 3) не оприлюднення інформації; 4) вина; 5) заподіяння шкоди; 6) причинно-наслідковий зв'язок. За наявності порушення, наступним кроком є визначення статусу інсайдера (як одержав інформацію). Відтак, багаторічною практикою напрацьовано методіку визначення меж неправомірної поведінки, де інсайдерство стає незаконним або неефективним: наприклад, корпоративні інсайдери відповідатимуть незалежно від того, стосується інформація їх корпорації

чи передбачуваного партнера; вторинні інсайдери не повинні нести відповідальність, якщо вони не знали і не повинні були знати, що інформація потрапила до них внаслідок вчинення правопорушення первинним інсайдером.

Отже, визначення рівня правопорушень є головним завданням для суду, щоб не помилитися з призначенням ступеня відповідальності. При доведенні злочину може наступити й кримінальна відповідальність.

Загалом американський законодавець передбачає застосування двох видів санкцій: публічно-правових і приватноправових. Приватноправові санкції використовуються для забезпечення захисту порушених прав осіб, яким заподіяно шкоду інсайдерством. Передбачається можливість вимагати відшкодування заподіяної шкоди у повному обсязі. І хоча спеціально закріпленої норми не існує, проте судовий прецедент доводить існування приватноправових засобів захисту прав осіб. Серед публічно-правових розрізняють [5; 10]: адміністративно-правовим (догана, припинення або позбавлення права займатися певними спеціальними видами діяльності); цивільно-правові санкції (заборонений припис (*injunction*), вилучення одержаних прибутків або збитків, які вдалося уникнути, цивільний штраф); кримінально-правові санкції (накладення на винну особу штрафу (до \$1 млн — для фізичних осіб, до \$2,5 млн — для юридичних осіб) і/або ув'язнення (на строк до 10 років). Контролюючий орган може накласти адміністративний штраф в розмірі \$1 млн або потрійний розмір (так званий цивільний штраф) отриманого прибутку при уникненні збитків. Особи, яка надала інформацію про порушення законодавства, виплачується винагорода в розмірі 10% незаконно отриманого інсайдером прибутку. Цивільний штраф може бути накладено на особу, яка під час вчинення правопорушення прямо чи опосередковано контролювала особу, котра вчинила його, знала або легковажно нехтувала ймовірністю того, що підконтрольна особа вчинить правопорушення і не запобігла цьому.

Розумною і дуже поширеною практикою виходу із судових інстанцій в США є укладання мирових угод, яка економить людські і фінансові ресурси та пришвидшує судові процеси. Спосіб їх затвердження залежить від кваліфікації провадження суду: при адміністративному — комісіонерами біржового регулятора, при цивільному — окружним федеральним судом. Причому суд вправі відмовити, якщо вважатиме, що конкретна угода є надто вигідною для відповідача.

Проте найважчим аспектом у процесі регулювання є вияв складу злочину і доведення вини інсайдера в суді.

Світова юридична практика свідчить, що багато злочинів у даній сфері залишається не розкритими,

так як важко довести провину підозрюваного. Найкращим вирішенням проблеми — є дія на упередження, запровадження превентивних заходів попередження шахрайства, інсайдерства та маніпуляцій.

В США законодавець встановив потенційні шляхи, якими можливе отримання інформації: від інформаторів, з поданих скарг, через аналітичний аналіз фінансової звітності діяльності учасників біржових операцій, за «сигналами» саморегульованих організацій.

В країнах ЄС з метою забезпечення безпеки біржових ринків комплексним регулюванням процесів боротьби інсайдерством, була Директива 2003/6/ЄС (далі — Директива), прийнята у 2003 році у ході так званого процесу Ламфалуссі [7] від імені О. Ламфалуссі, керівника Комітету мудреців, створеного з метою аналізу наявного стану правового регулювання ринків капіталів європейських країн та розробки комплексу заходів, спрямованих на ширшу конвергенцію цих ринків. Загалом Директива є документом значно ширшим: окрім інсайдерських операцій, в ній охоплені проблеми маніпуляції на ринку. Відповідно до документа, у поєднанні ці явища априорі є зловживаннями. Ключовим постулатом документа є припущення, що уся торгівля, яка проводиться із використанням інсайдерської інформації, є різновидом недобросовісної ринкової практики, поряд із маніпулюванням на ринку. Поняття інсайдерства поширюють на усі біржові ринки без виключення.

Крім Директиви 2003/6/ЄС, прийнято іще низку поточних правових допоміжних актів, які конкретизували окремі її положення щодо виконання, зокрема Директива 2004/72/ЄС про виконання загальноприйнятих ринкових практик, визначення інсайдерської інформації відносно деривативів на купівлю товарів, складання списків інсайдерів, нотифікації операцій менеджерів і підозрілих операцій, визначає категорію осіб, які здійснюють управлінські функції емітента [5]. Директива також вимагає, щоб дані про осіб, які мають доступ до інсайдерської інформації, розкривалися у спеціальних інсайдерських списках. До останніх пред'являються вимоги щодо їхнього регулярного відновлення і публічної доступності протягом 5 років з дати складання або відновлення (ст. 5). Всі угоди осіб, що здійснюють управлінські функції емітента, підлягають обов'язковому нагляду з боку компетентного органа держави — члена ЄС, за винятком угод, вартість яких не перевищує 5000 євро на кінець року (ст. 6).

Регулювання інсайдерської торгівлі на ринку фінансових інструментів усіх типів забезпечуються окремими спеціальними нормами Директиви про зловживання на ринку (MAD) [8]. Крім неї, ЄС розробляє додаткові акти, які покликані внормувати спотову

торгівлю, зокрема прийняттям Положення про зловживання на ринку. Подібне розширення норм Директив MAD стало необхідним для усунення перекосів на позабіржовому ринку, а також зупинки крос-ринкових маніпуляцій на спотовому ринку і ринку товарних деривативів (наприклад, з метою заборони використання незаконної стратегії різкого підвищення ціни на певний актив з метою його фізичного накопичення і створення його штучного дефіциту, а потім укладення строкового контракту на поставку вже дефіцитного товару).

Висновки. Отже, лівова частка ефективності біржової діяльності залежить від врегулювання проблем інсайдерства у здійсненні торгових операцій.

В Україні до сьогодні не існує адекватних розуміння поняття «інсайдер» та норм, які б регламентували пов'язані з ним процеси. З метою усунення цих проблем доцільно вивчати досвід розвинених країн,

наприклад, США та країн ЄС, де для боротьби із інсайдерством розробляють максимально деталізовані і методично обґрунтовані правові акти, якими встановлюються вичерпний перелік правопорушень та механізмів боротьби з ними.

В США законодавець спрямовує регуляторний контроль на встановлення поняття шахрайства, потенційних шляхів отримання і розкриття інформації. Виникнення правопорушень ставиться в залежність від встановлення фактів незаконного використання інформації і нанесеної шкоди.

В ЄС безпека біржових операцій забезпечується комплексним регулюванням процесів боротьби з маніпуляціями та інсайдерством. А саме, уся торгівля, яка проводиться із використанням інсайдерської інформації, є різновидом недобросовісної ринкової практики, поряд із маніпулюванням на ринку.

Література

1. Берг С. Правове регулювання інсайдерської інформації та маніпуляцій на ринку цінних паперів в Україні та ЄС [електронний ресурс] / Сергій Берг // Юридична газета. — № 7 (67). — 20 квітня 2006 р. — Доступ до ресурсу: <http://www.yur-gazeta.com/oarticle/2132>
2. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо інсайдерської інформації: Закон України № 3267-VI від 21.04.2011 // Відомості ВРУ. — 2011. — № 44. — С. 471.
3. Проблема инсайдера и как ее решать [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.npsod.ru/blog/analytics/1194.html>
4. Саєнко В. Інсайдери можуть спати спокійно... / В. Саєнко // Юридична газета. — 2007. — С. 7.
5. Саєнко В. В. Правове регулювання використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів: автореферат дис... канд. юрид. наук: спец. 12.00.04 «Господарське право; господарсько-процесуальне право» / КНУ імені Тараса Шевченка. — К., 2002. — 20 с.
6. Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council [електронний ресурс] — Режим доступу: <https://www.esma.europa.eu>
7. Communication from the Commission [електронний ресурс] / Review of the Lamfalussy process Strengthening supervisory convergence. Commission of the Eu Communities — Brussels, 2007. — Доступ до ресурсу: <http://eur-lex.europa.eu/>
8. Market Abuse Directive [електронний ресурс] — Режим доступу: <http://ec.europa.eu/>
9. Sarbanes–Oxley Act [електронний ресурс] — Режим доступу: <https://www.sec.gov/>
10. Securities Exchange Act of 1934. Section 10 Manipulative and Deceptive Devices [електронний ресурс] / Security Exchange Commission. — P. 89–104. — Режим доступу: <https://www.sec.gov/about/laws/>
11. Stewart J. B. Law is still a bit murky on matter of what constitutes insider trading / J. B. Stewart // Wall Street Journal. — 1989. — 21 Aug. — P. A6.
12. <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/530-92-%3C043F%3E>

References

1. Bert S. Pravove rehulyuvannya insayderskoyi informatsiyi ta manipulyatsiy na rynku tsinnykh paperiv v Ukraini ta EU [elektronnyy resurs] / Serhiy Bert // Yurydychna hazeta. — № 7 (67). — 20.04.2006. — Rezhym dostupu: <http://www.yur-gazeta.com/oarticle/2132>
2. Pro vnesennya zmin do deyakykh zakonodavchykh aktiv Ukrayiny shchodo insayderskoyi informatsiyi: Zakon Ukrayiny № 3267-VI vid 21.04.2011 // Vidomosti VRU. — 2011. — № 44. — P. 471.
3. Problema ynsaydera y kak ee reshat [elektronnyy resurs]. — Rezhym dostupu: <http://www.npsod.ru/blog/analytics/1194.html>
4. Sayenko V. Insaydery mozhut spaty spokiyno... / V. Sayenko // Yurydychna hazeta. — 2007. — P. 7.

5. Sayenko V.V. Pravove rehulyuvannya vykorystannya insayderskoyi informatsiyi na rynku tsinnykh paperiv: avtoreferat dys... kand. yuryd. nauk: spets. 12.00.04 «Hospodarske pravo; hospodarsko-protseualne pravo» / KNU im. T. Shevchenka. — K., 2002. — 20 p.
6. Commission Directive 2004/72/EU of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council [elektronnyy resurs] — Rezhym dostupu: <https://www.esma.europa.eu>
7. Communication from the Commission [elektronnyy resurs] / Review of the Lamfalussy process Strengthening supervisory convergence. Commission of the Eu Communities — Brussels, 2007. — Rezhym dostupu: <http://eur-lex.europa.eu/>
8. Market Abuse Directive [elektronnyy resurs] — Rezhym dostupu: <http://ec.europa.eu/>
9. Sarbanes-Oxley Act [elektronnyy resurs] — Rezhym dostupu: <https://www.sec.gov/>
10. Securities Exchange Act of 1934. Section 10 Manipulative and Deceptive Devices [elektronnyy resurs] / Security Exchange Commission. — P. 89–104. — Rezhym dostupu: <https://www.sec.gov/about/laws/>
11. Stewart J. B. Law is still a bit murky on matter of what constitutes insider trading / J. B. Stewart // Wall Street Journal. — 1989. — 21 Aug. — P. A6.
12. <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/530-92-%3C043F%3E>