

Инсайд: тема года

МАТЕРИАЛЫ ШЕСТОЙ ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК-2011: ВЫЗОВЫ ТЕ ЖЕ»

В рамках конференции был проведен круглый стол: «Тема года — новое законодательство о противодействии инсайду и манипулированию». Участники отметили, что новое законодательство пока порождает больше вопросов, чем ответов. Но к такому положению дел следует подходить конструктивно.

В работе круглого стола приняли участие: Денис Гавинский (ФСФР), Тамара Манукова (НАУФОР), Павел Филимошин (ФСФР), Мария Шляпина («ВТБ капитал»), Андрей Салащенко (РТС), Елена Куткина («Ю Би Эс Секьюритиз»).

Модератор — Екатерина Казаченко («Барклайз капитал»).

Екатерина Казаченко. Наша тема сегодня полностью оправдывает общий лейтмотив конференции «Вызовы все те же».

Тенденция на усиление борьбы с недобросовестными практиками на финансовых рынках отражает тенденцию общемировую. Российское

законодательство в этой части существенным образом опиралось на международную практику, в частности, на директиву Европарламента Евросовета от 28 января 2003 года об инсайдерской торговле и манипулировании на рынке. А также на целый ряд документов, которые в итоге вылились в единый документ IOSCO, принятый в сентябре 1998 года.

Мировое законодательство при обсуждении недобросовестных практик на рынке ценных бумаг ставит целью решение трех основных задач:

1. Обеспечение максимальной защиты инвесторов как класса лиц, которые непосредственно работают на рынке ценных бумаг.



2. Обеспечение справедливости, эффективности и прозрачности рынка.
3. Наконец, снижение системных рисков на рынке финансовых инструментов в принципе.

Наш российский «Закон о неправомерном использовании инсайдерской информации и манипулированию рынком» был принят 28 июля 2010 года. Закон регулирует отношения, связанные с финансовыми инструментами, допущенными к торговле на организованных торгах на территории Российской Федерации (либо заявка на допуск которых к организованным торгам была подана), а также с финансовыми инструментами, цены на которые зависят от инструментов,

торгующихся либо на организованных торгах, либо заявка на обращение которых на организованных торгах была подана.

Прямо указано, что к таким инструментам относятся ценные бумаги, иностранная валюта, товары, допущенные к торгам, производные финансовые инструменты. То есть перечень товаров и финансовых инструментов, подлежащих контролю и проверке на предмет наличия или отсутствия в данных действиях признаков ненадлежащих практик, достаточно широк.

Действующее законодательство устанавливает ответственность субъекта за недобросовестное использование инсайдерской информации и за

манипулирование рынком. Говоря об ответственности, мы должны прежде всего отметить, что это целый комплекс видов ответственности, уже сегодня предусмотренных российским законодательством.

Гражданско-правовая ответственность в случае выявления неправомерного использования инсайдерской информации или манипулирования рынком возникает в форме полного возмещения убытков, включая ущерб и упущенную выгоду, которые были причинены третьим лицам. Условием наступления ответственности мы называем вину лица. Однако, обращая внимание на то, что речь идет о работе коммерческих лиц на финансовых рын-

ках, мы скажем, что для юридического лица и должностных лиц этого юридического лица вина презюмируется. Ответственность в форме возмещения убытков наступит вне зависимости от деятельности коммерческого юридического лица, поскольку каждый профучастник на рынке является коммерческим юридическим лицом.

Вторая форма ответственности — административная ответственность. Она может быть в виде налагаемых штрафов либо приостановления или отзыва лицензии, выданной профессиональному участнику рынка ценных бумаг.

Если мы говорим о штрафах для граждан, то под гражданами понимаем клиентов профессиональных участников, а не должностных лиц. Для граждан установлена ответственность от 3 до 5 тысяч рублей; для должностных лиц и юридического лица — от 30 до 50 тысяч рублей и возможная дисквалификация на срок от одного до двух лет; для юридических лиц — от 700 тысяч до одного миллиона. Ответственность физического лица наступит при наличии его вины, а вот для юридического лица, в том числе для профучастника рынка ценных бумаг, — в том случае, если профучастник не сможет доказать, что предпринял все возможные меры для противодействия недобросовестной практике на рынке ценных бумаг. Причем применение одной санкции не исключает применения другой.

С 2013 года за деяния, содержащие в себе признаки манипулирования или недобросовестного использования инсайдерской информации, будет введена уголовная ответственность.

Отдельной характерной чертой деяний и составов, описанных в законе, является материальность этих составов. То есть ответственность наступает за деяние, за факт манипулирования, неправомерного использования инсайдерской информации. При этом невозможно наступление ответственности

за покушение. И вообще отсутствует такая формулировка, как «покушение на манипулирование или покушение на инсайдерскую торговлю», и закон четко и прямо говорит об этом.

Если мы более подробно поговорим о манипулировании, то увидим, что наш закон (и в этом его существенное отличие от международных и зарубежных правовых актов, о которых мы сейчас сказали) не только руководствуется общими принципами, но и в деталях описывает отдельные составы манипулирования. Действующий закон предусматривает семь возможных деяний, которые будут рассматриваться как манипулирование рынком. Если говорить кратко, то для всех составов существенным условием является наличие результата. В качестве результата манипулирования признается либо поддержание цены спроса и предложения на уровне, отличном от того, который бы сложился без манипуляционных действий субъекта, либо намеренное искажение уровня цены (завышение или занижение) по сравнению с тем уровнем цены спроса и предложения, который сложился бы при отсутствии манипуляционного деяния.

Для всех составов, кроме первого (о котором мы сейчас будем говорить), существенным условием является то, что сделки манипулирования возможны только путем совершения сделок или выставления заявок на организованных торгах.

Первый состав предусматривает умышленное распространение заведомо ложной информации как через средства массовой информации, так и через средства электронной связи, включая сеть Интернет, если в результате распространения таких заведомо ложных сведений в отношении инструмента, который был допущен к публичным торгам или заявка на допуск которого подана, существенные изменения претерпела цена, уровень

спроса и предложения или, наоборот, цена, уровень спроса и предложения искусственно поддерживались на уровне, отличном от того, который бы сложился при нормальном функционировании рынка.

Второй состав предусматривает собой совершение сделки как минимум двумя участниками торгов на организованных торгах в анонимном режиме в случае, если такая сделка осуществлялась по предварительной договоренности. И опять существенное условие — отклонение уровня цены, спроса и предложения.

Третий состав предусматривает совершение сделки как минимум одним участником торгов в интересах и за счет одного и того же лица. Сам закон не говорит, что это один участник торгов, но его анализ позволяет нам делать такое предположение. Как мы понимаем, профессиональный участник может быть, с одной стороны, дилером, с другой стороны, брокером, с третьей стороны, доверительным управляющим. Так вот в том случае, если была совершена сделка на организованных торгах в анонимном режиме в интересах одного и того же лица, то такая сделка, если она повлекла за собой искажение цены спроса или предложения, формирует деяние манипулирования.

Четвертый состав предусматривает выставление заявок с последующим совершением сделок за счет и в интересах одного и того же лица в том случае, если эти сделки совершаются по цене покупки, лучшей, нежели цена продажи. Иными словами, если есть две сделки противоположной направленности — сначала покупка, потом продажа или наоборот, где цена покупки выше или равна цене продажи.

Пятый состав распространяет свое действие на совершение сделки за счет и в интересах одного и того же лица в том случае, если сделки совершаются по цене лучше лучших, то есть цена покупки вы-



ше наилучших или цена продажи ниже наилучших.

Шестой состав предусматривает совершение как минимум двух сделок в интересах одного и того же лица, единственной целью которых является введение остальных участников рынка в заблуждение в отношении реального уровня цены, спроса или предложения.

И наконец, седьмой состав распространяется на случаи неисполнения сделок, совершенных на организованных торгах в анонимном режиме, вне зависимости от того, за счет и в интересах кого такие сделки совершались.

Каждый из этих составов имеет под собой признаки манипулирования.

Закон содержит и прямые изъятия. Среди них мы должны сказать о двух основных. Первый случай — когда сделки совершаются в целях поддержания цен на эмиссионные ценные бумаги в связи с их размещением или обращением, которое осуществляется на основании договора с эмитентом. То, что в экономических категориях чаще всего называется стабилизацией. Вторым случаем является классический случай маркетмейкерства, когда сделки осуществляются в целях поддержания цены спроса и предложения или объема торгов финансовым инструментом, если они осуществляются участниками торгов на основании договора с организатором торговли.

В соответствии с новым законодательством о манипулировании (и это, несомненно, серьезный шаг в развитии законодательства, особенно по сравнению с единственной статьей в Законе о рынке ценных бумаг, которая существовала до принятия этого закона) существенной особенностью является возложение ответственности непосредственно на лицо, которое принимает волевые решения о совершении действий, содержащих в себе признаки манипулирования. Иными словами, если действие было порождено волеизъявлением клиента брокера, а брокер сам при этом не участвовал в манипулировании и не имел оснований предположить, что данное дей-

ствие действительно является манипулированием, то ответственность будет возлагаться на клиента брокера.

Это основные моменты, прописанные сейчас в нашем законе. При анализе этих составов мы говорили, что критерием для всех составов является существенное отклонение уровня цены спроса или предложения в результате манипуляционных действий от того уровня цены спроса или предложения, которые сложились бы на рынке при добросовестном формировании указанных цен спроса или предложения. Таким образом, в настоящее время применение закона существенным образом затруднено отсутствием критериев существенности этого отклонения. Закон возлагает большие функции на регулятора, и в частности, именно к прерогативе ФСФР относится определение критериев существенности отклонения.

Сейчас мы попросим представителя ФСФР Дениса Гавинского рассказать о том, что же все-таки ФСФР делает в настоящий момент в рамках не только разработки критериев существенности отклонения, но и других принципов, подходов, критериев, которые сделают данный закон действительно работающим и будут способствовать созданию корректной, адекватной, эффективной правоприменительной практики.

Денис Гавинский. Добрый день всем присутствующим.

Екатерина, я хотел немножко вас поправить. Закон говорит о том, что критерии существенного отклонения определяет не Федеральная служба, а организаторы торговли на основе методических рекомендаций федерального органа.

Эти семь составов манипулирования, которые содержатся в 5-й статье закона, как заметила Екатерина, содержат обязательное условие — существенное отклонение рыночных параметров. Как определять суще-

ственность? Необходим подход, закреплённый в виде документа или акта. Ранее, когда действовал Закон о рынке ценных бумаг в части определения состава манипулирования, только четыре из тогда еще девяти составов манипулирования содержали в себе необходимые условия существенного отклонения. Эти четыре состава фактически не работали. Те немногочисленные случаи признания факта манипулирования, которые ФКЦБ России, а потом ФСФР России признавала, все были по составам без необходимого условия — существенного отклонения. Сейчас без определения «что же является существенным при отклонении рыночных параметров» мы не можем назвать вещи своими именами. И по поводу сделок, совершенных на биржах с 27 января, мы не можем сказать, было ли там манипулирование, до момента, пока мы не определимся с критерием существенного отклонения.

Закон говорит о том, что методические рекомендации должны быть определены и для инструментов, включая ценные бумаги и производные, иностранную валюту и товары. Причем необходимо это сделать в зависимости от цены, ликвидности, рыночной стоимости.

Мы видим необходимость различных подходов для тех бумаг, которые относятся к ликвидным, среднеликвидным (условно) и низколиквидным или неликвидным. В настоящее время Федеральной службой совместно с представителями бирж, саморегулируемых организаций и крупнейших профучастников уже разработаны подходы к критериям существенного отклонения. И уже появился первый приказ по критериям существенного отклонения цен на ликвидные ценные бумаги. Тем самым была выработана определенная методика составления списка ликвидных бумаг, то есть разделения всех тех торгуемых бумаг на группы в зависимости от

ликвидности. Для ликвидных бумаг мы использовали подход, связанный с коэффициентом волатильности, или стандартного отклонения при расчете на 30-дневном интервале всех сделок с ценными бумагами. Эти сделки фактически определяют по формуле (проект формулы расчета был вывешен на сайте ФСФР), позволяющей свыше 99% всех сделок считать заключенными в пределах стандартного отклонения, то есть не считать отклонение существенным. Все, что выпадает за кривую нормального распределения, будет считаться существенным отклонением. Методику, основанную на коэффициенте волатильности, мы используем по тому уровню, который сложился бы без этих сделок. То есть для того чтобы использовать эту методику, необходимо сначала из всех сделок выбрасывать по порядку сделки каждого из участников, каждого из клиентов и сравнивать со всеми сделками. Таким образом, перебор торговых счетов за конкретный день определит того участника, данные по сделкам которого будут сравниваться с коэффициентом волатильности. Тем самым мы будем максимально приближены к тексту закона и будем использовать наработанную практику бирж по определению показателей, возложенному на биржи.

Такие же подходы будут использоваться для определения объема, а также спроса и предложения по ликвидным бумагам. По ним сейчас готовится приказ.

Что касается среднеликвидных бумаг, там будет применен несколько иной подход. Будет использоваться не коэффициент волатильности, а спред между ценой продажи и ценой покупки.

Самый сложный подход будет использован при определении существенного отклонения по низколиквидным бумагам — вплоть до фиксированных значений, вплоть до аналитического подхода, возможно да-

же сравнение с активами эмитента. Как показывает практика, именно в сегменте низколиквидных или неликвидных бумаг осуществляется основное манипулирование.

В дальнейшем мы предложим методические рекомендации нашим организаторам торговли для товаров и валюты.

В формулу волатильности при определении методических рекомендаций для цены ликвидных ценных бумаг мы заложили коэффициент R. Этот коэффициент будет определяться Федеральной службой. Менять значение он будет при наступлении существенных событий общерыночного плана, например, во время кризиса или, наоборот, во время выхода из кризиса со значительным ростом рынка. Сейчас мы разрабатываем подходы, как регламентировать процедуру по определению этого коэффициента. Наверно, будет использован, в том числе, механизм привлечения экспертных мнений.

Следующее, о чем хотел бы сказать, это наша система мониторинга финансового рынка. Сейчас Федеральная служба получает сигналы о возможном манипулировании и неправомерном использовании инсайдерской информации из нескольких источников. Во-первых, жалобы со стороны инвесторов, просто граждан или организаций. К этому источнику можно отнести и обращения правоохранительных органов и наших коллег из других регулирующих органов. Кроме того, источник — это брокеры, которые совершают сделки в интересах своих клиентов и видят, что поручение клиента содержит какие-то признаки манипулирования. По действующему законодательству они должны сообщать об имеющихся у них подозрениях в ФСФР, что они, собственно, и делают. Еще один источник — это сообщения о нестандартных сделках организаторов торговли. И с конца

прошлого года мы запустили еще один источник получения информации, который охватывает все заявки и все сделки, которые осуществляются на наших биржах. Эта система предложена нам одним из лидеров мирового рынка в данной сфере — компанией «Актимайз». Компания предлагает своим потребителям — регуляторам, крупнейшим международным биржам, инвестиционным банкам — несколько моделей. Нами был выбран состав из пяти моделей, которые затрагивают большинство составов, упомянутых в 5-й статье 224-го закона.

Всего с октября прошлого года по 10 мая нынешнего обработано более 48 тысяч сигналов, сгенерированных этой системой. Структурно первая модель манипулирования ценами составляет четверть всех сигналов; вторая модель (сделки без экономического смысла) — половина всех сигналов; на «удержание цен» — 20%; фиктивные заявки — 1%, инсайдерские сделки — 4%, или, в абсолютном значении, 975 сигналов.

Все эти сигналы мы стараемся просматривать, в первую очередь те, которые имеют максимальный балл. К сожалению, этим занимается пока не так много сотрудников, но мы надеемся, что новое руководство будет уделять этому даже большее внимание, и мы сможем увеличить коэффициент полезного действия нашего специально созданного отдела по противодействию манипулированию и инсайду.

Спасибо.

Тамара Манукова. Закон говорит о двух самостоятельных правонарушениях — манипулировании, о котором мы коротко поговорили, и использовании инсайдерской информации. Слово Павлу Филимошину, ФСФР.

Павел Филимошин. Понятно, что закон не мог обойтись без определения инсайдерской информации и понима-

ет под таковой точную и конкретную информацию. Различного рода прогнозы, анализ, оценки не могут к ней относиться. Инсайдерская информация является инсайдерской до момента ее распространения или представления. С момента, когда она была раскрыта, и к ней получил доступ неограниченный круг лиц, она перестает быть инсайдерской. Поэтому в качестве второго критерия для отнесения информации к инсайдерской закон использует «нераспространение или непредставление такой информации неограниченному кругу лиц». И наконец, самый важный критерий связан с возможностью оказания такой информацией существенного влияния на цены финансовых инструментов, иностранную валюту или товары. Словосочетание «может оказать» уже содержит в себе конфликт, некую оценочную категорию, которую каждый участник может воспринимать абсолютно по-разному. Достаточно тяжело представить себе ситуацию, когда только один фактор влияет на рыночные цены. Все-таки рынок подвержен серьезным колебаниям, и на него влияет не один фактор, а группа факторов, причем, как правило, разнонаправленных. Поэтому оценочность определения в законе компенсируется тем, что к инсайдерской информации относится лишь такая, которая включается в закрытый перечень. В российском законе использована модель, согласно которой регулятору отводится роль определения закрытого перечня инсайдерской информации, на основе которой каждый конкретный инсайдер должен утвердить собственный закрытый перечень инсайдерской информации. Можно по-разному к этому относиться. Я лично считаю, что это не идеальная конструкция в законе. Достаточно тяжело сделать исчерпывающий закрытый перечень всей информации, которая может относиться к разряду инсайдерской.

Тем не менее эта работа завершена. Федеральной службой принят приказ, который утверждает перечень инсайдерской информации и порядок ее раскрытия. Этот документ определяет перечень инсайдерской информации применительно к конкретным категориям инсайдеров. Первая категория — это эмитенты ценных бумаг, ценные бумаги которых допущены к публичным торгам либо в отношении которых подана заявка о допуске к таким торгам. Для эмитентов такой перечень инсайдерской информации был разработан на основании перечня сообщений о существенных фактах. Как вы наверняка все знаете, 7 апреля текущего года вступили в силу изменения в Закон о рынке ценных бумаг, которые ввели новые категории существенных фактов и расширили данный вид информации. Для других категорий, например, для управляющих компаний, перечень содержит восемь позиций, в силу которых информация относится к инсайдерской.

Самая конфликтная ситуация возникала при определении перечня инсайдерской информации применительно к профессиональным участникам рынка ценных бумаг. Хочу отметить, что с точки зрения закона инсайдерами-профучастниками являются лишь такие, которые получают такую информацию от клиентов и совершают операции на организованном рынке в интересах своих клиентов. С нашей точки зрения, такими профучастниками являются только брокеры и в каких-то случаях доверительные управляющие, действующие от имени своих клиентов. Обсуждались различные подходы. Например, в одном из вариантов предусматривались количественные критерии, скажем, критерии по объему бумаг, содержащихся в поручении, поступающем от клиента; критерии, связанные с общей суммой, содержащейся в поручении на покупку/прода-

жу ценной бумаги. Но, с нашей точки зрения, это представляет собой среднюю температуру по больнице, причем она может быть одной для акций и совершенно другой для облигаций. А для нас важна все-таки температура конкретного больного. Поэтому в итоге мы решили отказаться от количественных критериев. Также обсуждался вариант с отнесением к инсайдерской информации поручений, которые исходят от самих клиентов, являющихся инсайдерами, то есть включенных в список инсайдеров.

От этого подхода тоже пришлось отказаться, с одной стороны, потому, что не только поручения этих клиентов содержат инсайд (с нашей точки зрения), во-вторых, потому, что эта информация не распространяется в общем доступе.

Теперь хочу сказать об общих запретах, направленных на непропорциональное использование инсайдерской информации. Закон не говорит о запрете на совершение операций и сделок на основании инсайдерской информации. Закон говорит о непропорциональном использовании инсайдерской информации при совершении сделок. Более того, специально подчеркивается, что даже если сделка с непропорциональным использованием инсайдерской информации совершена, она все равно действительна и не может быть оспорена. А профучастник освобождается от ответственности, если он совершает такую сделку по поручению своего клиента, и в этом случае ответственность переходит на клиента. Также не допускается передача инсайдерской информации третьим лицам и дача рекомендаций и различного рода побуждений к совершению сделок на основании такой инсайдерской информации.

Подчеркну, что эти запреты и ограничения касаются любых лиц, совершающих операции и сделки на финансовом рынке, а не только тех, кого закон относит к инсайдерам.

В законе инсайдеры разбиты на три большие категории. Я все-таки думаю, что лучше разбивать их на две большие группы. Скажем, инсайдеров первой группы — от которых исходит сама инсайдерская информация. В первоначальном проекте они назывались первичными инсайдерами. К таким инсайдерам я бы относил эмитентов ценных бумаг и управляющие компании; хозяйствующих субъектов, занимающих доминирующее положение на товарном рынке (подчеркну, в географических границах Российской Федерации); организаторов торговли и представителей биржевой инфраструктуры — расчетные депозитарии, расчетно-кредитные организации и клиринговые организации. Профучастники к таким первичным инсайдерам не относятся, поскольку закон еще раз указывает на то, что они получают такую информацию от клиентов. С этой точки зрения они относятся ко второй группе, к так называемым вторичным инсайдерам, хотя таких определений сейчас в законе не осталось. Все остальные инсайдеры, по тем или иным основаниям получающие доступ к инсайдерской информации, на мой взгляд, тоже относятся ко второй группе.

Особняком стоят такие организации, как рейтинговые агентства.

На лиц, относящихся к инсайдерам, закон накладывает новые обязанности. Появляется такая новая обязанность, как ведение списка инсайдеров. Причем для разных лиц закон предъявляет разные требования к тому, каких именно лиц следует включать в такой список. В общем случае это сотрудники организации, имеющие доступ к инсайдерской информации на основании тех или иных договоров. Еще одна обязанность — уведомлять лиц о включении в такой список или исключении из него. Уже разработан нормативный документ, который определяет порядок такого уведомления.

Требования о мерах по предотвращению правонарушений, связанных с неправомерным использованием инсайдерской информации, уже вступили в силу с 27 января текущего года. Они предусматривают утверждение формального документа, в котором содержится порядок доступа к инсайдерской информации, определение должностного лица структурного подразделения по контролю соблюдения закона. Это должностное лицо должно быть подотчетно совету директоров. Что значит «подотчетно», закон не расшифровывает, и возникают различные вопросы.

Екатерина Казаченко. Если с понятием «манипулирование» мы были знакомы по предыдущей редакции Закона о рынке ценных бумаг, то с темой инсайдерской информации мы сталкиваемся в российской практике в первый раз. В связи с этим существует ряд вопросов, на которые сейчас коллеги попытались ответить.

Существует еще один ряд вопросов, ответ на которые в данный момент пытается совместно со своими участниками выработать НАУФОР. Тамара Манукова расскажет о работе НАУФОР по разработке стандартов.

Тамара Манукова. В соответствии с законом саморегулируемые организации должны были разработать стандарты по предупреждению манипулирования и использования инсайдерской информации. Стандарт по манипулированию уже готов. Он одобрен советом директоров, размещен на сайте НАУФОР и рекомендован к применению. Стандарт был разработан с участием правового комитета и рабочей группы по внутреннему контролю.

В части разработки стандарта по манипулированию перед нами стояло две задачи. Первая — однозначно уяснить для себя содержание

самих составов манипулирования. Однозначное мнение по этому поводу сложилось далеко не сразу. Вторая задача, как мне кажется, основная, — была построить модель добросовестного профучастника, в частности, добросовестного брокера. Что это значит? Мы попытались предложить подробный перечень мер, принятие которых участником свидетельствовало бы о его добросовестности и исключало его вину даже в случае выявления манипулирования. Эти меры условно можно разделить на организационные и процедурные.

Гораздо большее количество вопросов у нас вызывает стандарт по предотвращению использования инсайдерской информации. Стандарт не готов. Во-первых, потому, что ФСФР еще не выпустила нормативные акты, на основании которых мы могли бы этот стандарт завершить. Во-вторых, потому, что в части использования инсайдерской информации гораздо сложнее определить перечень мер, которые являлись бы эффективными и достаточными для защиты профучастника от ответственности. В частности, одним из основных вопросов является возможность использования «китайских стен» как меры по противодействию использованию инсайдерской информации, которая предотвратила бы ее перетекание из одного подразделения организации в другое. Это особенно актуально еще и потому, что на рынке практически не осталось организаций, которые бы занимались исключительно одним видом деятельности. Здесь возникает вопрос: воспримет ли российская правоприменительная практика «китайские стены», и станет ли их использование основанием для освобождения профессиональных участников от ответственности? Мне бы хотелось, чтобы по этому поводу высказались представители профучастников. Слово Марии Шляпиной, «ВТБ Капитал».

Мария Шляпина. Спасибо. Я представляю компанию, которая обладает лицензиями профучастника и, кроме того, является частью инвестиционно-банковской группы. Мы являемся объектом регулирования этого закона, являемся инсайдером, поскольку осуществляем в интересах клиентов торговые операции с финансовыми инструментами и валютой. С другой стороны, мы осуществляем инвестиционно-банковскую деятельность, на основании договоров оказываем инвестиционно-консультационные услуги нашим клиентам. Послушав выступление Павла (Филимошина), я подумала, что, возможно, у нас нет проблемы, которую, как нам казалось, рождает закон. А именно, профучастник, чьи сотрудники осуществляют операции с финансовыми инструментами, валютой, товарами, используя инсайдерскую информацию или манипулируя рынком, как нам казалось, в этом случае имеет презумпцию вины и должен доказать регулятору, что он предпринял необходимые меры для предотвращения таких нарушений у себя в компании. Однако Павел объяснил, что если все, что является инсайдерской информацией, поступающей к профучастнику, — это поручение клиента, то, может быть, и проблемы не существует.

Если компания аккумулирует в себе информацию, в том числе инсайдерскую, то интересно, как регулятор будет наблюдать за тем, как компании будут отстраивать у себя режим контроля добросовестного использования такой информации. «Китайские стены», о которых упоминала Тамара, действительно были бы правильным шагом. Мы бы хотели, чтобы регулятор воспринимал эти меры как адекватные и полноценные.

Еще один вопрос, который мы пока не обсуждали сегодня (он тоже актуален для компаний) — это применение требований закона и квали-

фикации инсайдеров к иностранным лицам и компаниям. Очень часто мы оказываем услуги от лица иностранных компаний или в тандеме, это международная практика. Многие иностранные банки имеют здесь дочерние структуры, имеющие лицензии на профессиональную деятельность. Любой консультант компании, в том числе иностранец, может оказаться инсайдером второй категории. Возникают вопросы: как отчитываться? как раскрывать информацию? как соблюдать требования? как вообще соответствовать требованиям закона при установлении системы контроля над соблюдением требований закона? как организовывать подразделение, службу или лицо, которое будет осуществлять контроль. Вопросы не праздные. Это вопросы раскрытия языкового барьера защищенных каналов связи. Хотелось бы получить как минимум комментарий от регулятора и как максимум посмотреть на то, насколько уместен экстерриториальный характер этих норм.

И последний момент, на котором я хочу остановиться. Как требования закона о запрете на распространение инсайдерской информации будут применяться в наших сделках, и в частности, в широко анонсированной приватизационной программе, в сделках, когда мы выводим российские компании на международные рынки. Практика подготовки этих сделок такова, что если мы выводим российскую компанию на международное размещение, то должны месяца за два до начала сделки подать заявление на допуск к торгам российских бумаг, потом получить разрешение регулятора на размещение и обращение за рубежом российских ценных бумаг. И если я правильно понимаю применение закона, то с этого момента начинает действовать ограничение на распространение информации, касающееся вторичных инсайдеров. Велика веро-

ятность того, что в ходе подготовки таких сделок согласно сложившейся международной практике эмитент — первичный инсайдер — раскрывает информацию банкам-организаторам, которые при этом являются профучастниками (как правило, российскими брокерами); эта информация обрабатывается банком-организатором и выдается инвесторам, то есть не распространяется, а представляется третьим лицам и может повлиять на рынок. На Западе существуют определенные изъятия из общего ограничения на использование инсайдерской информации, там несколько иной прядок допуска к листингу бумаг, это происходит в конце процесса подготовки сделки, а не за два месяца, как у нас.

Екатерина Казаченко. Как же все-таки биржа будет контролировать действия, которые могут квалифицироваться как инсайд и манипулирование? Ответить на вопрос хотелось попросить Андрея Салащенко, биржа РТС.

Андрей Салащенко. Коллеги, спасибо за возможность выступить. Для затравки дискуссии я бы предложил вопрос, который постоянно слышу от своих коллег с рынка. Они говорят: мы значения коэффициента R не знаем. Давайте вы сами будете его считать и ежедневно раскрывать на сайте, а мы будем с этим существовать.

Начну по порядку. Когда закон появился, то коллеги с другой биржи считали, что биржам специально делать особо ничего не придется, мы уже все предполагаемые законом действия и так фактически совершаем (в том или ином виде). Если посмотреть на функции биржи, то по большому счету все, что написано в законе, уже было. Не было одного словосочетания — «противодействие инсайдерской информации». Биржа может собрать списки инсайдеров. Было много обсуждений

по поводу технологий — как биржи будут это делать. Судя по всему, будет разработана форма. Мы продолжим работать с сайтом и сделаем личные кабинеты, которые, в том числе, будут разбирать соответствующие форматы файлов.

С представлением списка инсайдеров мы, скорее всего, в том или ином виде разберемся. Правда, у меня возник вопрос к коллегам. Зачем нам обновлять список инсайдеров к 10 утра? Серьезных участников и эмитентов это вполне может взволновать. Как показывает мой опыт работы, если прописано время 10.00, а информация «родилась» вчера вечером, то вероятность технических сбоев крайне высока. Дальше все превращается в формальный надзор, который осуществляется только потому, что так написано. А если надзорные требования не исполняют, значит, надо штрафовать.

Далее. Раскрывать информацию, если нас попросят, мы будем в состоянии. Можем выявить большую часть сделок лиц, которые включены в список инсайдеров. Почему большую, а не всю? Здесь уже говорили о проблемах с иностранцами, у нас ровно та же самая история. И несмотря на то что ФСФР поменяла много чего, связанного с иностранцами, в отношении недолжных практик разобраться с иностранцами нам будет так же тяжело. Кодировки могут быть разными, особенно если это иностранные юридические лица. И здесь мы попадаем в ситуацию, когда биржа не может понять, кто же в конечном итоге является бенефициаром по всем сделкам.

Мы будем проводить анализ новостного фона, можем запросить информацию, но в конечном итоге не можем сделать главного — получить доказательства причин.

Роль бирж, безусловно, очень значима, и главный для нас вопрос — это критерии существенности. Их действи-

тельно устанавливаем мы, но мы не сможем сделать вывода, и это главное. Поэтому все равно в том или ином виде информация окажется в ФСФР.

Что касается манипулирования, то здесь биржа не сможет понять, какова роль этих сделок в общем объеме сделок на рынке, никоим образом не сможет оценить эти действия в совокупности с другими действиями, в том числе на внебиржевом рынке, не сможет однозначно понять, кто является конечным бенефициаром. И не сможет понять главное — была ли манипуляция. Что бы ни говорили по поводу того, что ФСФР принимает необоснованные и необъективные решения, в данной ситуации я должен выразить уважение коллегам: борьба с манипулированием начиналась с очень неоднозначного, на мой взгляд, решения по компании «АЛОР».

Возвращаясь к вопросу о том, что биржам ничего нового после введения закона делать не нужно. Нужно. Самое главное — им нужно искать существенное отклонение от цены! Я настоятельно прошу оказать помощь коллегам из ФСФР, которые открыто обсуждают с нами все эти вопросы. И я надеюсь, что у нас совместно с НАУФОР и другими коллегами получится организовать обсуждение по поводу установления критериев.

Елена Куткина. Скажите, пожалуйста, Павел, в ходе разработки этого нормативного акта определились вы с тем, когда же все-таки информация, содержащаяся в поручении клиента, перестает быть инсайдом?

Павел Филимошин. После исполнения поручения или после его отклонения.

Елена Куткина. Спасибо. Потому что мы боялись, что наш персонал останется инсайдером навечно.

Следующий вопрос. Как мы все-таки поймем, что поручение может оказать существенное влияние?

Павел Филимошин. Я думаю, что мы будем сталкиваться с конкретными случаями, когда это произойдет по факту — когда конкретное поручение уже привело к существенному изменению цены. Поэтому у профучастника должна быть так выстроена система внутреннего контроля, чтобы те конкретные лица, которые совершают операции с бумагами по поручению клиентов, не предпринимали недобросовестных действий, то есть не передавали такую информацию с целью совершения сделки и зарабатывания денег третьими лицами. Может быть, саморегулируемые организации помогут нам в этом, разрабатывая стандарты, которые позволят на основании каких-то критериев относить поручения к разряду инсайдерской информации.

Елена Куткина. Именно потому, что мы пытаемся выстроить у себя систему контроля, и возник этот вопрос — чтобы понимать, что именно эта система должна контролировать и за распространением какой информации мы должны наблюдать.

Павел Филимошин. Вы согласны с тем, что любые поручения клиентов — это конфиденциальная информация? Соответственно, доступ к этой информации должен быть ограничен. И в идеале профучастник не должен совершать какие-то другие сделки, основываясь на этой информации, пока она не стала общедоступной для третьих лиц. На российском рынке не так много ликвидных бумаг. Для конкретных бумаг конкретные количественные показатели можно попытаться выработать и включить их в конкретный перечень инсайдерской информации конкретного профучастника.

Тамара Манукова. Я хочу задать вопрос Андрею как представителю биржи. Сейчас ФСФР в прямом смысле слова

бьется над рекомендациями по определению критериев «существенного отклонения». И пока эти документы не готовы, профучастники просто не в состоянии настроить свой софт таким образом, чтобы не допускать манипулирования. Вообще сама настройка или приобретение софта могут быть дорогостоящими, и даже это не гарантирует эффективность полученного продукта. В связи с этим вопрос. Не собираются ли биржи как флагманы борьбы с манипулированием разработать такой софт и предлагать его к продаже участникам рынка?

Андрей Салашенко. Мне кажется, одна такая компания уже есть. Это компания, которая поставила систему мониторинга в ФСФР. Она пытается предложить эту систему всем биржам, участникам.

Если говорить о нашей бирже, то у нас есть партнеры совсем в другой сфере, которые на самом деле занимаются тем же самым, — интеллектуальными системами. Мы с ними начали общаться на предмет того, чтобы выйти к коллегам из ФСФР с предложением создать подобную систему. На мой взгляд, такая система нужна не только участнику, но и бирже, и самому регулятору, потому что я не вижу пока «выхлопа» со стороны «Активмайза». Поэтому ответ: да, такую систему, скорее всего, будут делать.

А у меня вопрос к Денису. Все говорили о существенности в том или ином виде. Мне кажется, что критерий «существенность» в тех местах, где его можно выкинуть, надо выкинуть. Не кажется ли разумным, что, например, когда на биржу представляется список инсайдеров, то глупо указывать список инструментов, на которые окажет существенное влияние их инсайдерская информация?

И второй вопрос. Если все-таки нам не дали информацию о том, на какие бумаги оказывается существенное

влияние, то почему мы должны отказываться?

Денис Гавинский. Указывать в списке инсайдеров тот инструмент, к которому конкретный инсайдер имеет доступ, на самом деле было предложением биржи.

Андрей Салащенко. Вопрос: какой биржи? Если биржи договорятся этого не делать, то тогда ФСФР готова изменить это требование?

Денис Гавинский. ФСФР готова изменить все, что можно делать в рамках закона, все, что направлено на повышение эффективности мер регулирования. Что же касается этого списка и соотношения инсайдера с инструментом, то я сейчас не могу говорить о готовности регулятора изменить этот пункт.

Андрей Салащенко. В законе об этом говорится достаточно общей фразой. Поэтому я и говорю: давайте уберем упоминание существования там, где это не нужно.

Еще один вопрос. Насколько я знаю, ФСФР согласилась с мнением участников, что представление согласия физического лица на обработку его личных данных может фантастически затормозить весь процесс. Я бы попросил Тамару прокомментировать.

Тамара Манукова. Этот пункт был внесен в приказ по настоянию организаторов торговли. Да, это так. Они рискуют, потому что, обрабатывая персональные данные физических лиц без их согласия, они нарушают закон о персональных данных. Формулировка Закона о манипулировании не позволяет однозначно сделать вывод о том, что это тот самый закон, на основании которого можно обрабатывать персональные данные без согласия. Мы провели переговоры с биржами, и биржи пообещали отказаться от своего требования получать согласие на обработку

персональных данных, если случится одно из двух событий, — будут внесены соответствующие изменения в Закон о персональных данных или от Роскомнадзора (регулирующего органа в области персональных данных) поступит позитивный ответ, в котором будет указано, что обработка персональных данных на основании Закона об инсайте и манипулировании — это и есть обработка, не требующая согласия. Мы подготовили такой запрос и попросили коллег из ФСФР направить его от имени Федеральной службы, поскольку считаем, что ответ, полученный Федеральной службой, будет более ценен и весом.

Денис Гавинский. Такое письмо было получено нами 4 мая. Сейчас мы изучаем этот вопрос.

Андрей Салащенко. Мы с коллегами с ММВБ внимательно вчитывались в перечень инсайдерской информации бирж. Какого мнения ФСФР относительно того, что в списке инсайдерской информации бирж есть некоторые пункты, из-за которых теоретически можно включить в список инсайдеров профучастника или эмитента? Например, информация о дате начала торгов, которая согласовывается с эмитентом; информация о заключении маркетмейкерского договора, о чем знают профучастник и эмитент. Если мы будем хотя бы на два-три дня включать этих профучастников в список, это будет выглядеть, мягко говоря, странно. При этом если все-таки читать буквально, то есть высокая вероятность того, что они могут попадать в этот список.

Павел Филимошин. Тот документ, который был принят, касается перечня инсайдерской информации. А ваш вопрос в основном связан со списком инсайдеров. Я могу ответить: например, если на биржу подается заявка о

допуске ценных бумаг к торгам (она может быть подана самим эмитентом или профучастником), то с точки зрения закона список биржи включает лицо, имеющее доступ к инсайдерской информации. Но в этом случае лицо, подающее заявку, не имеет к ней доступа, оно само эту информацию воспроизводит, это его собственная заявка. И с этой точки зрения глупо предполагать, что закон имел в виду именно этот случай, говоря о допуске к этой информации третьего лица. Иными словами, я не считаю, что в этом случае лицо, подающее заявку, должно включаться в список инсайдеров биржи. Точно так же, как профучастник, получающий поручение от клиента, не должен включать клиента в список своих инсайдеров, потому что это поручение самого клиента. Клиент не получает к ней доступ, а изначально обладает этой информацией.

Вопрос из зала. Профучастники обязаны разработать список инсайдерской информации. По закону такой информацией является поручение клиента. Поясните, пожалуйста, что такое «список» информации? Законом сказано только о поручении клиента.

Павел Филимошин. Закон обязывает профучастника на основании нормативного документа службы, определяющего перечень инсайдерской информации, разработать свой собственный исчерпывающий перечень инсайдерской информации. Как минимум вы должны включить в этот перечень формулировку из нашего нормативного акта, что те поручения, которые поступают от клиентов и могут оказать существенное влияние на стоимость торгуемых бумаг, относятся к этой информации.

Перечислять конкретные бумаги смысла не имеет. Вы можете попытаться для конкретных бумаг придумать количественные критерии.

Вопрос. Как должен выглядеть список инсайдеров? Фамилия, имя, отчество, наименование? или полный объем реквизитов?

Денис Гавинский. Вам надо посмотреть приказ ФСФР 11-3, который определяет порядок уведомления об инсайдерах. Есть информация, которая направляется инсайдеру — лицу, включенному в список. Остальное определять вам. Список инсайдеров размещать на сайте не надо, а перечень инсайдерской информации — да.

Вопрос. Порядок неправомерного использования служебной информации мы убираем из внутренней документации? Теперь глава 8 39-ФЗ утратила силу. В соответствии с этим нормативным документом порядка использования служебной информации не должно у участника быть?

Денис Гавинский. Вы, наверно, имеете в виду перечень мер по манипулированию. Здесь надо будет все приводить в соответствие закону. Скорее всего, сейчас будет идти некое дублирование. Но пока эти документы на основе требований других наших актов должны быть у вас.

Вопрос. Для профучастника инсайдерская информация — это поручения клиентов. Ни аудитор, ни кредитная организация, ни информационное агентство не имеют непосредственного доступа к этой информации. Мы можем их не включать в список инсайдеров?

Денис Гавинский. Если подходить с точки зрения статьи 4-й закона, то там идет речь о профучастниках, которые получают инсайдерскую информацию от клиентов. Для того чтобы составить список, надо посмотреть 9-ю статью закона. По-моему, для профучастников надо указывать только руководство и сотрудников, имеющих доступ. Больше никого включать в список не надо.

Вопрос. Денис очень хорошо говорил по поводу того, как составлять список инсайдеров. Действительно, 9-я статья определяет механизм составления списка. Если внимательно почитать то, что написано, то получается, что 9-я статья исключает из списка инсайдеров лиц, которые владеют 25% акционерного капитала данного эмитента. Это нонсенс. Что вы думаете по этому поводу? Получается, что мы инсайдерами должны делать не акционеров, а свои дочерние компании.

Денис Гавинский. Я думаю, это ошибка закона.

Вопрос. В начале года прокатилась волна судебных исков по поводу представления информации миноритарным акционерам. Шестой пункт четвертой статьи. Там через запятую написано «а также лица, которые на основании законов имеют доступ...» и так далее. Теперь благодаря высшему арбитражному суду мы всех акционеров должны включать в список инсайдеров. Они все будут инсайдерами, исходя из того, что могут обратиться в компанию и в качестве миноритарных акционеров запросить информацию, относящуюся, в том числе, к инсайдерской.

Денис Гавинский. Я уже ответил, что это ошибка закона, но может быть, это счастливая ошибка, потому что она разрешает акционеров (независимо от объема принадлежащего им пакета акций компании) в список инсайдеров эмитента не включать, хотя по логике они обладают доступом к этой информации. То есть ответ: не включайте акционеров в список своих инсайдеров.

Вопрос. Андрей Салащенко говорил, что есть проблемы с приказом 11-3. Они связаны с тем, что не продумана технология реализации. Это связано с получением согласия физических лиц на раскрытие персональных данных.

Но мы забываем еще о том, что возникает большой объем информации об операциях. Возникает огромный массив информации, не контролируемой с точки зрения ее перемещения, и невольно люди начнут эту инсайдерскую информацию раскрывать. Приказ 11-3 — хороший документ, но мне кажется, он не готов к тому, чтобы по нему совершать сейчас какие-то процедуры. Это, как в свое время произошло с Законом о легализации, приведет к тому, что придется направо и налево всех штрафовать за ошибки в запятых или за нарушения сроков на один день. Может быть, имеет смысл либо приостановить действие 11-3, либо существенно его изменить в пользу упрощения процедур передачи информации и снятия технологических барьеров?

Екатерина Казаченко. Коллега, я не работник ФСФР и, будучи представителем профучастника, всячески поддерживаю вашу обеспокоенность и от себя лично могу привести еще массу других примеров. Но в данной ситуации мне бы хотелось, по крайней мере, обратить внимание профсообщества на тот факт, что наш регулятор в настоящее время имеет приятную для нас всех привычку публиковать проекты нормативных актов на своем сайте. Мне бы хотелось призвать все сообщество подходить к вопросу более конструктивно. Иного пути, кроме как проходить этот путь всем вместе, нет.

НАУФОР в данной ситуации берет на себя очень большую функцию — организует рабочие группы, конференции, открытые заседания комитетов и комиссий. Давайте активно работать вместе. ■