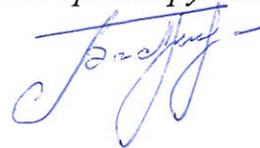


На правах рукописи



Татлыбаев Булат Вилевич

**Гражданско-правовая ответственность за неправомерное использование
инсайдерской информации на фондовом рынке в российском праве и
праве Соединенных Штатов Америки**

Специальность 12.00.03 – гражданское право; предпринимательское право;
семейное право; международное частное право

Автореферат

Диссертации на соискание ученой степени
кандидата юридических наук

Москва – 2015

Работа выполнена на кафедре гражданского и предпринимательского права факультета права Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики».

Научный руководитель:

Селивановский Антон Сергеевич

кандидат юридических наук, доцент кафедры гражданского и предпринимательского права факультета права Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

Официальные оппоненты:

Турбанов Александр Владимирович

доктор юридических наук, профессор, заведующий кафедрой регулирования деятельности финансовых институтов факультета финансов и банковского дела ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»

Молотников Александр Евгеньевич

кандидат юридических наук, доцент кафедры предпринимательского права юридического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

Ведущая организация:

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Всероссийский государственный университет юстиции (РПА Минюста России)»

Защита состоится «25» мая 2016 года в 11 часов 00 минут на заседании диссертационного совета Д.002.002.06 (юридические науки) при Федеральном государственном бюджетном учреждении науки Институте Государства и права Российской Академии Наук по адресу: 119019, г. Москва, ул. Знаменка, д. 10.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке и на сайте Федерального государственного бюджетного учреждения науки Института государства и права Российской академии наук, <http://igpran.ru>.

Автореферат разослан « » 201 г.

Ученый секретарь
Диссертационного совета,
кандидат юридических наук, доцент



И.Н. Лукьянова

Актуальность темы исследования. На современном этапе развития юридической науки все чаще поднимается вопрос о необходимости развития правового регулирования, направленного на обеспечение нормального функционирования фондовых рынков Российской Федерации (далее также – РФ) и на пресечение различных недобросовестных практик (недобросовестной деятельности) на фондовых рынках, в частности, на противодействие такой широко распространенной недобросовестной рыночной практике, как неправомерное использование инсайдерской информации (далее также – **инсайдерская деятельность**).

Инсайдерская деятельность подрывает информационную прозрачность фондового рынка, являющуюся одним из важнейших принципов его нормального функционирования, и порождает на фондовом рынке информационный дисбаланс (или информационную асимметрию) между его участниками.

В свою очередь, по мнению Е.А. Емельяновой, информационная асимметрия, являясь негативным фактором, препятствующим справедливому ценообразованию, при массовом проявлении порождает ситуацию общего недоверия инвесторов к фондовому рынку. Указанное недоверие в итоге ведет к уходу с рынка инвесторов.

В указанных обстоятельствах актуальной является проблема ответственности за применение недобросовестных рыночных практик, в том числе, за инсайдерскую деятельность на фондовых рынках.

Согласно позиции Международной организации регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO), одним из важнейших принципов регулирования рынка ценных бумаг является необходимость своевременного выявления и пресечения недобросовестных рыночных практик, способных нарушить систему ценообразования и поставить в невыгодное положение

добросовестных участников рынка, рассчитывающих на честные и прозрачные «правила игры». Необходимость следования вышеуказанному принципу делает вопрос ответственности за инсайдерскую деятельность ключевым.

Система правового регулирования противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации в РФ в настоящее время лишь начинает формироваться, в то время как в странах с развитым фондовым рынком указанные вопросы находятся в сфере особого внимания законодателей и правоприменителей на протяжении не одного десятилетия. Так, например, в Соединенных Штатах Америки законодательство о противодействии инсайдерской деятельности начало формироваться еще в 1930-е годы.

Необходимо отметить, что при разработке Федерального закона от 27.07.2010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее также – **Закон об инсайте**) российский законодатель сделал основной упор главным образом на публично-правовые способы защиты прав инвесторов (участников фондового рынка) – привлечение лиц, неправомерно использующих инсайдерскую информацию (далее также – **инсайдеры**) к административной и уголовной ответственности. Вопросы же гражданско-правовой ответственности нарушителей-инсайдеров за соответствующее противоправное деяние на фондовом рынке в Законе об инсайте почти не уделено никакого внимания. Фактически, правовое регулирование данного вопроса ограничено лишь нормой п.7 ст.7 Закона об инсайте, устанавливающей обязанность лица возместить убытки, причиненные в результате неправомерного использования инсайдерской информации. Однако указанная норма по существу является декларативной, так как сам механизм гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую

деятельность (учитывающий специфику данного правонарушения и особенности правоотношений между участниками фондового рынка) в российском законодательстве не разработан.

Вместе с тем, представляется, что для создания полностью благоприятного инвестиционного климата на российском фондовом рынке необходимо, чтобы частноправовым интересам каждого отдельного инвестора уделялось не меньшее внимание, чем вопросам уголовной и административной ответственности за инсайдерскую деятельность. Ведь для осуществления полноценных инвестиций на указанном фондовом рынке отдельный инвестор должен обладать уверенностью в том, что в случае, если он станет контрагентом по сделкам, при совершении которых была неправомерно использована инсайдерская информация (далее также – **инсайдерские сделки**) и вследствие этого понесет убытки, то он сможет реально защитить свои права с помощью соответствующего правового механизма.

Степень разработанности темы исследования. Проблемы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации на фондовых рынках находили свое отражение в трудах российских и зарубежных исследователей. Среди российских ученых следует отметить таких специалистов, как А.В. Габов, И.В. Гетьман-Павлова, В.И. Добровольский, Е.А. Емельянова, И. Киселева, И.А.Клепицкий, А.Е. Молотников, Я.М. Миркин, А.С. Селивановский, А.Г. Шаповалов, И. Ширинян, М.В. Ясус и др. Современным проблемам гражданско-правовой ответственности и проблемам взыскания убытков посвящены работы Д.Е. Богданова, В.С. Евтеева, А.В. Егорова, С.С. Занковского, Е.А. Зверевой, Д.Н. Кархалева, А.В. Мякининой, О.Н. Садикова, А.В.Томсинова и др. Среди зарубежных ученых значительный вклад в разработку проблемы гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность внесли С. Бэйнбридж, К. Ванг, У. Великонья, В. Виншип, В. Догерти, В. Йео, Д.

Карлтон, Б. Карр, Р. Кларк, Д. Лангевурт, Г. Манн, Д. Нэги, Р. Феррара, Д. Фишель, Х. Хуанг и др.

Следует отметить, что проблемы противодействия инсайдерской деятельности в настоящий момент недостаточно исследованы в отечественной правовой науке (по сравнению с тем, какое пристальное внимание уделяется данным вопросам в зарубежной правовой доктрине). Большинство научных работ отечественных исследователей, посвященных тематике инсайдерской деятельности, носят экономическую направленность, при этом значительная часть указанных работ посвящена разработке ценовых критериев для определения манипулятивных сделок на российском рынке и совершенствованию систем их выявления и пресечения; изучению влияния неправомерного использования инсайдерской информации на процесс рыночного ценообразования, на экономическую безопасность государства (например, работы Ф.-Й. Мюллера, В.М. Бабадаевой, Д.В. Пряничникова, В.А. Мартыненко, Т. Ч. Ахмедова). В то же время правовые аспекты противодействия инсайдерской деятельности (особенно вопросы ответственности) в настоящее время остаются либо неизученными либо изученными в очень незначительной степени.

В отечественной доктрине проблематика гражданско-правовой ответственности инсайдеров за неправомерное использование инсайдерской информации затрагивалась несколькими авторами (А.Ф. Ахмадуллина, Е.А. Емельянова, А.Г. Шаповалов, М.В.Ясус). Отдельный интерес представляют монографии (диссертации) А.Г. Шаповалова «Правовой режим сведений служебного характера об эмитентах на рынке ценных бумаг» (М., 2007 г.) и Е.А. Емельяновой «Манипулирование информацией на рынках» (М., 2015 г.), в которых указанным вопросам посвящены отдельные главы.

Следует отметить, что российские авторы, изучающие указанную тему, в основном приводят описание ключевых проблем, характерных для гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность на

фондовых рынках, в частности, невозможности определения контрагентов инсайдера по инсайдерским сделкам, совершенным на фондовых рынках; сложности установления причинно-следственной связи между инсайдерской деятельностью и убытками, причиненными добросовестным участникам фондового рынка, не обладающим инсайдерской информацией (далее также – **добросовестные инвесторы**); сложности определения правовой природы соответствующих убытков, а также расчета таких убытков и т.д. Тем не менее, обозначая основные проблемы, связанные с привлечением инсайдеров к гражданско-правовой ответственности, авторы не предлагают теоретических и практических решений указанных проблем.

В связи с тем, что в РФ отсутствуют какие-либо фундаментальные научные труды или монографии по указанной тематике, автор изучил соответствующие доктринальные исследования, проведенные в зарубежных странах (в первую очередь, в Соединенных Штатах Америки, далее – **США**), которые накопили большой опыт в области защиты прав участников фондовых рынков от различных недобросовестных практик, в том числе, от инсайдерской деятельности. Определенный интерес также представляет законодательство стран Азиатско-Тихоокеанского региона, которые восприняли и развили многие концепции гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность, разработанные американскими судами (Австралия, Сингапур).

Целью диссертационного исследования является разработка концептуальных предложений по развитию института гражданско-правовой ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации в российском праве. Для достижения данной цели в диссертации решались следующие **задачи**:

- сформировать теоретическую базу для развития института гражданско-правовой ответственности за неправомерное использование

инсайдерской информации; выработать новые подходы в теории гражданско-правовой ответственности применительно к указанному правонарушению;

- сформулировать новые концептуальные научные категории «инсайдерская информация», «инсайдер» с учетом влияния указанных понятий на практику привлечения нарушителей к гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность;

- выявить основные положения теорий гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность на фондовом рынке (проинвесторской, проэмитентской и прогосударственной), применяемых в праве зарубежных стран (в том числе, в праве США);

- выявить проблемы реализации права на возмещение убытков, причиненных инсайдерской деятельностью, обусловленные «обезличенностью» сделок, совершаемых на фондовом рынке, и сформулировать предложения по решению указанных проблем;

- обосновать возможность заимствования в российское право неклассических концепций гражданско-правовой ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации, разработанных и применяемых в праве США с целью установления лиц, имеющих право на взыскание убытков, причиненных инсайдерской деятельностью, в условиях «обезличенности» правоотношений, возникающих между участниками фондового рынка;

- определить состав (правовую природу) убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации;

- сравнить методики расчета убытков, причиненных инсайдерской деятельностью, применяемые в американском праве с аналогичными методиками, установленными в российском праве;

- сформулировать научные выводы по проведенному исследованию, теоретические предложения и практические рекомендации по развитию законодательства в исследуемой области права.

Объектом диссертационного исследования являются общественные отношения, связанные с возникновением убытков (потерь) у участников фондовых рынков в результате неправомерного использования инсайдерской информации.

В качестве **предмета исследования** выступают российские и американские правовые акты, посвященные противодействию инсайдерской деятельности на фондовых рынках, а также материалы правоприменительной практики – судебные решения, решения органов исполнительной власти и иных правоприменителей в России и США. Выбор юрисдикции США в качестве основной зарубежной юрисдикции для исследования обусловлен, прежде всего, тем, что в американском праве не только формально предусматривается возможность предъявления гражданско-правовых исков к инсайдерам о взыскании убытков, причиненных инсайдерской деятельностью, но и предоставляются правовые механизмы, учитывающие специфику такого правонарушения, как инсайдерская деятельность на фондовых рынках. Подходы, выработанные законодателями и правоприменителями США, успешно используются странами с активно развивающимися фондовыми рынками (страны Азиатско-Тихоокеанского региона: Австралия, Сингапур и другие).

Методологическая основа исследования - при подготовке, изучении и обработке теоретических и практических материалов применялись формально-юридический, сравнительно-правовой, историко-правовой, системный, структурно-функциональный методы.

Теоретической основой исследования послужили работы отечественных ученых-юристов в сфере цивилистики и информационного

права: М.М. Агаркова, С.С. Алексеева, В.К. Андреева, Б.С. Антимонова, С.И. Аскназия, М.И. Брагинского, С.Н. Братуся, И.Л. Бачило, В.В. Богданова, Д.Е. Богданова, Е.В. Вавилина, А.В. Венедиктова, В.В. Витрянского, Д.М. Генкина, Б.М. Гонгало, В.П. Грибанова, Е.П. Губина, В.С. Евтеева, А.В. Егорова, С.С. Занковского, Е.А. Зверевой, И.С. Зыкина, Т.И. Илларионовой, О.С. Иоффе, Д.Н. Кархалева, О.А. Красавчикова, Н.В. Кузнецова, А.Л. Маковского, Н.С. Малеина, А.В. Мякининой, В.Ф. Попондопуло, Б.И. Пугинского, В.К. Райхера, О.Н. Садикова, С.В. Сарбаша, А.П. Сергеева, В.Л. Слесарева, В.Т. Смирнова, А.А. Собчака, П.И. Стучки, Е.А. Суханова, Ю.К. Толстого, А.В. Томсинова, Е.А. Флейшиц, Р.О. Халфиной, В.А. Хохлова, Х.И. Шварца, К.К. Яичкова, В.Ф. Яковлева и иных исследователей.

В диссертационном исследовании также использовались научные труды А.В. Габова, И.В. Гетьман-Павловой, В.И. Добровольского, Е.А. Емельяновой, И.А. Клепицкого, Я.М. Миркина, А.Е. Молотникова, Л.К. Савюка, А.С. Селивановского, А.Г. Шаповалова, М.В. Ясуса и иных исследователей, посвященные вопросам защиты прав добросовестных участников фондового рынка от неправомерного использования инсайдерской информации и иных недобросовестных практик.

В рамках проведения настоящего исследования проанализированы научные работы иностранных ученых (специалистов по проблемам гражданско-правовой ответственности, противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации): С. Бэйнбриджа, К. Ванга, В. Варкалло, У. Великонья, В. Виншип, В. Догерти, В. Йео, Д. Карлтона, Б. Карра, Р. Кларка, Д. Лангевурта, Г. Манна, Д. Нэги, Р. Феррара, Д. Фишеля, Х. Хуанга и иных исследователей.

Нормативно-правовой базой исследования являются российские и американские правовые акты, посвященные вопросам гражданско-правовой ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации

на фондовых рынках (как действующие в настоящее время, так и утратившие силу).

Эмпирической основой послужили решения органов исполнительной власти РФ и США, принятые во исполнение правовых актов, регламентирующих вопросы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации на фондовых рынках, а также судебные акты американских судов. В работе также использованы материалы средств массовой информации, российских уполномоченных органов в области финансовых рынков – Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ), Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), Банка России, российских и американских фондовых бирж, Международной организации регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO). Проанализированы статистические и справочные материалы Комиссии США по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, далее также – **SEC**) и др.

Научная новизна исследования состоит в том, что в нем впервые представлены разработанные автором концептуальные предложения по развитию института гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность на фондовых рынках, которые определяют оптимальный, с точки зрения автора, вектор развития российского права в этой области. Основу указанных предложений составляет использование неклассических подходов к гражданско-правовой ответственности, предусматривающих ряд положений и принципов, не характерных для традиционного подхода к данному институту, в частности, возможность предоставления права на взыскание с нарушителей убытков не конкретному субъекту, а неограниченному кругу лиц, соответствующих определенным критериям.

Указанные концептуальные предложения позволяют решить стоящие в российском праве проблемы, связанные с реализацией права на взыскание убытков, причиненных инсайдерской деятельностью на фондовом рынке:

установить лиц, обязанных возместить соответствующие убытки, а также лиц, имеющих право на взыскание данных убытков с инсайдеров; определить состав (правовую природу) убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации (и методику расчета таких убытков); установить причинно-следственную связь между инсайдерской деятельностью и убытками, причиненными в результате указанного правонарушения.

Достичь вышеперечисленных результатов с помощью классических подходов к гражданско-правовой ответственности, предусмотренной в Законе об инсайте за убытки, причиненные инсайдерской деятельностью, не удавалось из-за специфики правоотношений, возникающих между участниками фондового рынка («обезличенность» сделок, совершаемых на фондовом рынке, а также сложность выявления и расследования случаев неправомерного использования инсайдерской информации).

В диссертации произведена оценка целесообразности использования в российском праве неклассических концепций гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность, разработанных и применяемых в праве США.

Положения, выносимые на защиту. Проведенное диссертационное исследование позволило сформулировать следующие основные положения, которые выносятся на защиту:

1. Предложены определения «инсайдерская информация» и «инсайдер», отличающиеся от содержащихся в законодательстве о противодействии инсайдерской деятельности:

- под инсайдерской информацией на фондовом рынке понимается любая существенная непубличная (необщедоступная) релевантная информация, которая в случае ее предоставления, распространения

(раскрытия) может существенным образом повлиять на цены ценных бумаг, обращающихся на соответствующем фондовом рынке;

- инсайдером признается любое лицо, обладающее инсайдерской информацией и имеющее прямые, косвенные либо производные доверительные (фидуциарные) обязанности по отношению к эмитенту, к ценным бумагам которого относится инсайдерская информация, и/или к соответствующему источнику инсайдерской информации, а также любое лицо, хотя и не имеющее фидуциарных обязанностей в отношении указанных лиц, но получившее инсайдерскую информацию при совершении неправомерных действий либо при подготовке к совершению неправомерных действий; лицом, неправомерно использующим инсайдерскую информацию, может признаваться только инсайдер.

В данных определениях отсутствует такой признак понятий «инсайдерская информация» и «инсайдер», как наличие прямого указания на информацию, относящуюся к инсайдерской (либо на лиц, являющихся инсайдерами) в исчерпывающем перечне, определенном в законе, в актах уполномоченных государственных органов или в иных актах. Это обусловлено тем, что исчерпывающее перечисление всех сведений, которые могут являться инсайдерской информацией, равно как и исчерпывающее перечисление всех лиц, которые могут являться инсайдерами, объективно не представляется возможным.

2. В целях уточнения круга лиц, имеющих право на взыскание убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации, автор исходит из приоритета защиты прав добросовестных инвесторов (добросовестных участников фондовых рынков) на взыскание соответствующих убытков (по сравнению с иными лицами, понесшими убытки от инсайдерской деятельности, например, эмитентами).

3. В связи с отсутствием в российском праве концепций, позволяющих с учетом специфики правоотношений между участниками фондового рынка (в частности, «обезличенности» таких правоотношений) определить лиц, имеющих право на взыскание с инсайдеров убытков, автором сделан вывод о целесообразности использования в российском праве неклассических концепций гражданско-правовой ответственности, применяемых в праве США для определения круга добросовестных инвесторов, имеющих право на взыскание убытков, причиненных инсайдерской деятельностью.

Согласно указанным концепциям право на взыскание убытков (с инсайдера-нарушителя) предоставляется тем добросовестным инвесторам, которые соответствуют определенным критериям:

- согласно неклассической «концепции одновременных торгов» (*contemporaneous trading approach*), право на взыскание соответствующих убытков имеют инвесторы, которые заключили на фондовом рынке сделки по покупке (продаже) определенных ценных бумаг в то же самое время («период одновременных торгов»), когда инсайдер осуществлял соответствующие им биржевые сделки противоположного содержания (продажа (покупка) аналогичных ценных бумаг);
- согласно неклассической «концепции торгов, осуществляемых в период утаивания (нераскрытия) инсайдерской информации» (*non-disclosure period trading approach*), право на взыскание с нарушителей – инсайдеров убытков имеют все инвесторы, которые заключили сделки с ценными бумагами, противоположные по содержанию сделкам, совершенным с аналогичными ценными бумагами инсайдером, во временной период, начинающийся с момента совершения инсайдером первой инсайдерской сделки и завершающийся в момент, когда инсайдерская информация, на основе которой инсайдер совершал свои сделки, была предоставлена, распространена (раскрыта) и стала публично доступной. Данная

концепция является наиболее применимой в тех случаях, когда инсайдерская деятельность имеет место не только в форме осуществления инсайдерских сделок с ценными бумагами («инсайдерской торговли»), но и одновременно в форме передачи инсайдерской информации (и/ или основанных на ней рекомендаций) третьим лицам.

4. В диссертации сделан вывод о целесообразности ограничения общего размера гражданско-правовой ответственности нарушителя-инсайдера за убытки, причиненные инсайдерской деятельностью. Такой подход обусловлен тем, что, согласно положениям неклассических концепций гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность, право на взыскание с нарушителя-инсайдера причиненных им убытков фактически предоставляется неограниченному кругу лиц. На основе указанного подхода автором делается ряд предложений по внесению изменений в российское законодательство о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации.

5. В работе сделан вывод о том, что убытки, причиненные в результате неправомерного использования инсайдерской информации, имеют особую правовую природу. В различных ситуациях данные убытки могут представлять собой как реальный ущерб особого рода (*sui generis*), так и упущенную выгоду особого рода (*sui generis*), поскольку содержат в себе не только компенсационный, но и штрафной элемент.

6. Автор пришел к выводу о том, что реализация права добросовестных инвесторов на взыскание убытков, причиненных инсайдерской деятельностью, на практике в большинстве случаев зависит от факта привлечения инсайдера к уголовной и/ или административной ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации. Данный вывод обусловлен тем, что добросовестные инвесторы, понесшие убытки от инсайдерской деятельности, не имеют достаточных организационных и материальных ресурсов и возможностей, необходимых

для расследования и установления фактов инсайдерской деятельности, а соответствующие ресурсы и возможности имеются только у уполномоченных государственных органов в области финансовых рынков (Банк России – в РФ, SEC – в США) и используются указанными органами в целях привлечения нарушителей к уголовной/ административной ответственности за соответствующее правонарушение.

С учетом указанных особенностей при разработке в российском праве механизма возмещения убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации, необходимо учитывать, что добросовестный инвестор при взыскании убытков с инсайдера вправе обоснование своих требований ссылаться на факты совершения инсайдером соответствующего правонарушения, установленные вступившими в законную силу судебными актами о привлечении инсайдера-нарушителя к уголовной и/или административной ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации.

7. Установление добросовестными инвесторами причинно-следственной связи между неправомерным использованием инсайдерской информации на фондовом рынке и причиненными добросовестным инвесторам убытками является затруднительным ввиду ряда факторов («обезличенность» сделок, совершаемых на фондовом рынке; отсутствие у «рядового» добросовестного инвестора организационных и материальных ресурсов, необходимых для расследования случаев неправомерного использования инсайдерской информации).

В связи с этим представляется необходимым исходить из наличия у добросовестного инвестора права на взыскание убытков с инсайдера в том случае, если такой инвестор докажет соответствие совершенных им сделок на фондовом рынке (в результате которых он понес убытки) критериям, которые установлены в рамках неклассических концепций гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность (а также при

условии, что инвестором доказан факт совершения инсайдером указанного правонарушения (либо данный факт установлен вступившим в законную силу судебным актом о привлечении инсайдера к уголовной/ административной ответственности за инсайдерскую деятельность)).

Теоретическая значимость результатов диссертационного исследования определена тем, что в результате проведенного диссертантом исследования сделаны имеющие теоретическое значение выводы относительно основных особенностей института гражданско-правовой ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации (в частности, относительно феномена «обезличенной» гражданско-правовой ответственности за причиненные инсайдерской деятельностью убытки; особой правовой природы указанных убытков; особенностей установления причинно-следственной связи между инсайдерской деятельностью и причиненными убытками).

Практическая значимость работы и апробация результатов диссертационного исследования. На основании выводов диссертационного исследования автором сформулированы предложения о внесении изменений и дополнений в российское законодательство о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации.

В частности, автором предложено внести изменения в легальное определение понятия «инсайдер», содержащееся в ст.4 Закона об инсайте (см. параграф 3 Главы 2 диссертации); закрепить в п.7 ст.7 Закона об инсайте правило о приоритетном праве добросовестного инвестора на взыскание убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации (см. параграф 3 Главы 3 диссертации); закрепить в п.7 ст.7 Закона об инсайте правило об ограничении размера гражданско-правовой ответственности нарушителя-инсайдера двукратным (трехкратным) размером прибыли, незаконно полученной инсайдером (убытков, которых нарушитель-

инсайдер незаконно избежал) в результате неправомерного использования инсайдерской информации (см. п.1.4 параграфа 1 Главы 4 диссертации).

Также основные положения и выводы исследования могут быть использованы в преподавании ряда дисциплин – «Гражданское право», «Коммерческое право», «Правовое регулирование рынка ценных бумаг», «Предпринимательское право».

Диссертационное исследование проведено с использованием принятых в науке и стандартных для юриспруденции научных методов, что подтверждает достоверность полученных результатов. Результаты исследования обсуждались и были одобрены на кафедре гражданского и предпринимательского права факультета права Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», используются в учебных курсах указанной кафедры (в частности, при разработке учебных пособий по курсу «Рынок ценных бумаг»). Результаты исследования также докладывались и проходили обсуждение на научных мероприятиях: 2-я Международная научно-практическая конференция «Право в цифровую эпоху» (НИУ ВШЭ, 17-18 мая 2012 г.), XXI международный форум студентов, аспирантов, молодых ученых «Ломоносов-2014» (Юридический Факультет МГУ, 7-11 апреля 2014 г.); а также использовались диссертантом при подготовке научных статей по теме диссертации.

Структура и объем работы обусловлены целью и методологией исследования. Диссертация изложена на 278 страницах, состоит из введения, четырех глав, включающих десять параграфов, заключения и библиографического списка.

Основное содержание диссертации

Во **введении** обоснована актуальность темы, определены объект и предмет исследования, его цель и задачи, теоретическая и методологическая основы. Дана характеристика научной новизны, теоретической и практической значимости исследования. Сформулированы положения, выносимые на защиту, приведены сведения об апробации и внедрении результатов исследования.

Глава 1 «Инсайдерская информация и ее неправомерное использование» состоит из трех параграфов. В указанной главе раскрываются базовые понятия, используемые в диссертационном исследовании: «инсайдерская информация», «неправомерное использование инсайдерской информации», а также рассматриваются основные формы, в которых может осуществляться неправомерное использование инсайдерской информации, приводится описание общественного вреда, наносимого инсайдерской деятельностью, анализируются правовые последствия совершения данного правонарушения.

В первом параграфе первой главы диссертации исследуется само понятие «инсайдерская информация». На основе сравнения определений и подходов к данному термину в российском праве и в американском праве сделан вывод о том, что в обеих исследуемых правовых системах признаками инсайдерской информации являются ее 1) непубличность (то есть отсутствие общедоступности); 2) релевантность, то есть относимость указанной информации к определенному эмитенту, его характеристикам, определенным ценным бумагам и т. д.; 3) существенность, то есть способность данной информации в случае ее предоставления и распространения (раскрытия) оказать существенное влияние на цены ценных бумаг на фондовом рынке.

Ключевым отличием определения «инсайдерская информация» в российском праве от аналогичного определения в американском праве

является то, что в российском праве определенная информация квалифицируется в качестве инсайдерской только в том случае, если она включена в специальный исчерпывающий перечень инсайдерской информации, установленный ст.3 Закона об инсайте и подзаконных актах. По мнению автора, данный подход российского законодателя к определению инсайдерской информации не позволяет в полной мере осуществлять противодействие ее неправомерному использованию, в том числе, привлекать нарушителей к гражданско-правовой ответственности в форме взыскания убытков.

В целях совершенствования правового механизма взыскания убытков, причиненных инсайдерской деятельностью, автором предлагается изменить подход к определению термина «инсайдерская информация». Ограничение сведений, которые могут составлять инсайдерскую информацию, исчерпывающим перечнем (списком), представляется в корне неверным и противоречащим самой сущности инсайдерской информации. В параграфе обосновывается вывод о том, что при оценке того, является ли определенная информация инсайдерской, нельзя руководствоваться таким критерием, как наличие либо отсутствие указанной информации в соответствующем исчерпывающем перечне.

Во втором параграфе первой главы диссертации рассматриваются вопросы неправомерного использования инсайдерской информации (формы неправомерного использования инсайдерской информации, описание общественного вреда данного правонарушения, последствия его совершения).

В частности, поясняется, что неправомерное использование инсайдерской информации на фондовых рынках может иметь место в следующих основных формах:

1) «инсайдерская торговля» (совершение лицом сделок с ценными бумагами с использованием инсайдерской информации);

- 2) передача инсайдерской информации третьим лицам;
- 3) передача третьим лицам рекомендаций, выработанных на основе инсайдерской информации («типпинг»).

Нормы законодательства РФ и США содержат запрет на инсайдерскую деятельность во всех перечисленных формах.

В параграфе делается вывод, что общественный вред, наносимый инсайдерской деятельностью, заключается в том, что данная деятельность: (а) ставит обладателя инсайдерской информации в преимущественное положение, что, в свою очередь, дает ему возможность осуществлять различные сделки с ценными бумагами, ориентируясь на свое точное знание ситуации, которая сложится на фондовом рынке после предоставления, распространения (раскрытия) такой информации, в условиях полной неосведомленности иных участников рынка (информационный дисбаланс или информационная асимметрия) (В.И. Добровольский); (б) приносит экономическую выгоду обладателю инсайдерской информации после исполнения обязательств, возникших на основании сделок, совершенных с использованием такой информации и т.д. (В.И. Добровольский); (в) влияет на перераспределение права собственности, так как в результате неправомерного использования инсайдерской информации фактически происходит незаконное получение прибыли недобросовестными инсайдерами-нарушителями и тем самым наносится ущерб финансовым интересам добросовестных инвесторов; (г) подрывает доверие добросовестных инвесторов и нарушает целостность фондового рынка, так как вполне очевидно, что в случае, если недобросовестные практики (недобросовестная деятельность) остаются безнаказанными, разумные инвесторы предпочитают осуществлять свою деятельность на других фондовых рынках.

В параграфе также приводится характеристика правовых последствий неправомерного использования инсайдерской информации, а именно,

ответственности за указанное правонарушение: уголовной, административной и гражданско-правовой.

Далее в параграфе описываются основные особенности (специфика) гражданско-правовой ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации. Отмечается, что как в американском, так и в российском праве указанная ответственность может иметь место в форме взыскания убытков. В российском праве данное правило прямо закреплено в п. 7. ст. 7 Закона об инсайте. Никаких иных гражданско-правовых последствий инсайдерской деятельности (например, возможности признания инсайдерских сделок недействительными) российское законодательство не предусматривает: согласно п. 8 ст. 7 Закона об инсайте, «совершение операций, сопровождающихся использованием инсайдерской информации <...> не является основанием для признания их недействительными».

В параграфе сделан вывод о том, что вопросы гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность должны рассматриваться в соответствии с принципом генерального деликта и правилами, установленными в Главе 59 Гражданского Кодекса РФ.

Среди основных проблем, с которыми сталкиваются исследователи при изучении вопроса гражданско-правовой ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации, можно выделить следующие вопросы, вызывающие сложности концептуального характера:

- 1) в условиях «обезличенности» правоотношений, возникающих между участниками фондовых рынков при совершении сделок с ценными бумагами, существенно затруднено определение лиц, имеющих право на взыскание с инсайдеров соответствующих убытков;

- 2) в условиях постоянного изменения цен на ценные бумаги, являющиеся предметами сделок на фондовом рынке (и с учетом того, что на указанные цены, помимо предоставления/ распространения (раскрытия)

инсайдерской информации, оказывают влияние иные различные факторы), существенно осложнен расчет убытков, причиненных инсайдерской деятельностью; кроме того, проблемы вызывает и определение правовой природы указанных убытков;

3) в условиях «обезличенности» правоотношений, возникающих между участниками фондовых рынков при совершении сделок с ценными бумагами, ввиду отсутствия у «рядового» добросовестного инвестора объективных возможностей по расследованию случаев инсайдерской деятельности, а также ввиду сложности состава данного правонарушения, установление причинно-следственной связи между неправомерным использованием инсайдерской информации и причиненными убытками представляет собой особую сложность.

Во второй главе диссертации, состоящей из трех параграфов, рассматриваются вопросы, связанные с определением лиц, несущих обязанность по возмещению убытков, причиненных инсайдерской деятельностью (нарушителей-инсайдеров).

В первом параграфе второй главы исследуется генезис понятия «инсайдер» в праве США.

В основе подходов к понятию «инсайдер», применяемых в США, лежат две основные теории: фидуциарная теория и теория «незаконного присвоения».

Согласно фидуциарной теории, которая применялась в праве США на ранних этапах развития «антиинсайдерского» законодательства, лицо признается инсайдером, если оно обладает инсайдерской информацией, относящейся к определенной компании-эмитенту, и имеет по отношению к соответствующей компании-эмитенту фидуциарные обязанности. Такие инсайдеры именуются первичными (прямыми, корпоративными) инсайдерами.

Согласно же теории «незаконного присвоения», которая является основной теорией, применяемой в современном праве США и иных зарубежных стран, инсайдером признается любое лицо, которое обладает инсайдерской информацией и имеет прямые, косвенные либо производные фидуциарные обязанности по отношению к эмитенту либо к источнику инсайдерской информации. Такие инсайдеры именуются исследователями по-разному: вторичными, подразумеваемыми, квазиинсайдерами и т.д.

В основе ответственности этих «вторичных» инсайдеров лежит так называемое правило «раскрытия либо воздержания» (*disclose or abstain rule*), согласно которому такие инсайдеры, получившие инсайдерскую информацию об определенном эмитенте (его ценных бумагах), могут действовать двумя способами: они должны **либо раскрыть** инсайдерскую информацию и сделать ее доступной для всех инвесторов, **либо воздержаться** от совершения операций с ценными бумагами на основе указанной информации до того момента, пока эта информация будет раскрыта и станет публично доступной.

Во втором параграфе второй главы рассматривается подход к определению понятия «инсайдер», применяемый в российском праве.

Сделан вывод о том, что российский законодатель при определении указанного понятия не воспринял ни фидуциарную теорию, ни теорию «незаконного присвоения» и пошел по пути, аналогичному тому, который был им выбран для определения понятия «инсайдерская информация»: фактически поставил наличие у определенного лица статуса инсайдера не в зависимость от наличия у такого лица инсайдерской информации и не в зависимость от наличия у инсайдера каких-либо фидуциарных обязанностей по отношению к эмитенту либо источнику инсайдерской информации, а в зависимость от того, входит ли данное лицо в формальный исчерпывающий список инсайдеров, установленный в законодательстве, либо в список инсайдеров, составленный конкретным эмитентом, государственным

органом и иным субъектом, в силу закона обязанным вести соответствующие списки инсайдеров. Более того, российский законодатель разделил понятия «инсайдер» и «лицо, неправомерно использующее инсайдерскую информацию», в то время как в правовой системе США (и иных зарубежных стран) данные понятия являются тождественными.

Такой подход российского законодателя к определению понятия «инсайдер» представляется некорректным. Ввиду избрания законодателем указанного подхода в российском Законе об инсайте возникла двойная путаница понятий: во-первых, закон не рассматривает в качестве инсайдеров некоторые категории лиц, которые *де-факто* могут оказаться инсайдерами, а, во-вторых, в некоторых случаях признает инсайдерами тех лиц, которые являются инсайдерами по определению никак не могут. Это потенциально может привести к тому, что отдельные лица, *де-факто* неправомерно использующие инсайдерскую информацию, *де-юре* могут быть необоснованно освобождены как от уголовной и/или административной, так и от гражданско-правовой ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации.

В связи с этим *в третьем параграфе второй главы* сделан и обоснован вывод о целесообразности закрепления в российском законодательстве о противодействии инсайдерской деятельности правила, согласно которому инсайдером признается (а) любое лицо, обладающее инсайдерской информацией и имеющее прямые, косвенные либо производные доверительные (фидуциарные) обязанности по отношению к эмитенту, к ценным бумагам которого относится инсайдерская информация, и/или к соответствующему источнику инсайдерской информации, а также (б) любое лицо, хотя и не имеющее фидуциарных обязанностей по отношению к указанным лицам, но получившее инсайдерскую информацию при совершении неправомерных действий либо при подготовке к совершению неправомерных действий. Также в указанном параграфе обоснован вывод о

необходимости закрепления в российском законодательстве правила, согласно которому лицом, неправомерно использующим инсайдерскую информацию, может признаваться только инсайдер.

В третьей главе диссертации, состоящей из трех параграфов, рассматриваются вопросы, связанные с определением лиц, имеющих право на взыскание убытков, причиненных инсайдерской деятельностью.

Исследователи отмечают, что случай взыскания убытков с инсайдера нельзя сравнить с «обычным» случаем взыскания убытков, причиненных, например, в результате повреждения (уничтожения) имущества, принадлежащего определенному лицу, когда вопрос с «пострадавшей» (понесшей убытки) стороной более или менее ясен. Правоотношения же, возникающие между участниками фондового рынка, носят «обезличенный» характер (поскольку сделки между участниками фондового рынка зачастую заключаются не в результате взаимодействия участников друг с другом напрямую, а в результате соотнесения «обезличенных» заявок участников фондового рынка на совершение операций (сделок) с определенными ценными бумагами). В связи с этим при определении лиц, пострадавших от инсайдерской деятельности и имеющих право на взыскание с нарушителей-инсайдеров соответствующих убытков, в американском праве используются специальные теории и концепции гражданско-правовой ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации, которые разработаны с учетом специфики «обезличенных» правоотношений между участниками фондового рынка.

В первом параграфе третьей главы проанализированы основные теории гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность, с помощью которых определяются категории лиц, пострадавших (понесших убытки) в результате неправомерного использования инсайдерской информации. В соответствии с различными теориями к кругу пострадавших от инсайдерской деятельности лиц, имеющих право на взыскание

соответствующих убытков, могут относиться: эмитент, чьи ценные бумаги являются предметом инсайдерской сделки (проэмитентская теория); добросовестный инвестор, заключивший сделку с инсайдером на фондовом рынке (проинвесторская теория); государство (в лице уполномоченных органов), заинтересованное в функционировании фондового рынка по «честным правилам игры» (прогосударственная теория «стабильности рынка»).

В настоящее время из формулировки п.7 ст.7 Закона об инсайте совершенно неясно, какую из указанных теорий гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность российский законодатель избрал в качестве приоритетной. Не исключено также, что подобный вопрос мог быть вообще оставлен без внимания при разработке и принятии Закона об инсайте.

Вместе с тем, без получения ответа на вопрос о том, какие категории лиц имеют право на взыскание убытков с инсайдера, невозможно и выстраивание всего механизма гражданско-правовой ответственности инсайдера за причиненные убытки.

По итогам исследования преимуществ и недостатков указанных теорий гражданско-правовой ответственности в параграфе сделан вывод о необходимости предоставления добросовестным инвесторам приоритетного права на взыскание с инсайдеров убытков, причиненных инсайдерской деятельностью. Данный выбор проинвесторской теории ответственности обусловлен тем, что указанный приоритет защиты прав инвесторов в наибольшей степени соответствует целям Закона об инсайте, обозначенным в ст.1 указанного закона: обеспечение справедливого ценообразования на финансовые инструменты, равенства инвесторов; укрепление доверия инвесторов путем создания правового механизма предотвращения, выявления и пресечения злоупотреблений на фондовых рынках в форме неправомерного использования инсайдерской информации.

Далее отмечается, что вопрос определения лиц, имеющих право на взыскание убытков, причиненных инсайдерской деятельностью, является, в целом, менее проблемным, если законодатель решит развивать институт гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность на основе проэмитентской теории или прогосударственной теории. В указанных случаях после того, как уполномоченный орган (суд) установит сам факт неправомерного использования инсайдерской информации, можно определить, ценные бумаги какого эмитента покупались/ продавались с использованием инсайдерской информации. В такой ситуации предъявление гражданского иска к инсайдеру со стороны уполномоченного государственного органа или определенного эмитента не представляет особой сложности.

Однако в тех случаях, когда законодатель желает, прежде всего, защищать права добросовестных инвесторов, пострадавших от неправомерного использования инсайдерской информации, и вследствие этого при разработке норм о гражданско-правовой ответственности инсайдеров использует проинвесторскую теорию (как это произошло в праве США), вопрос определения конкретных лиц, имеющих право на взыскание убытков с инсайдеров, становится достаточно проблемным ввиду вышеописанного фактора «обезличенности» сделок, совершаемых на фондовом рынке.

Во втором параграфе третьей главы рассматривается вопрос о том, кто из пострадавших добросовестных инвесторов на фондовом рынке имеет право на взыскание убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации.

В праве США в рамках проинвесторской теории используются три основных концепции гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность.

Согласно первой, классической концепции, лицами, имеющими право предъявлять иск о взыскании убытков, причиненных в результате инсайдерской деятельности, являются непосредственные контрагенты инсайдера (или получателя рекомендаций, *tippee*) по инсайдерским сделкам. Такими контрагентами могут быть инвесторы, непосредственно заключившие с инсайдером (или *tippee*) сделку по купле-продаже ценных бумаг, при которой инсайдер (или *tippee*) неправоммерно использовал доступную ему инсайдерскую информацию («концепция непосредственных (право) отношений» или *privity approach*). Данная классическая концепция представляется применимой к внебиржевым сделкам, например, к случаям, когда инвестор приобретает у инсайдера акции не на биржевых торгах, а на основании договора купли-продажи акций, в котором прямо поименованы обе стороны такой сделки. Тем не менее, соответствующая классическая концепция неприменима к случаям неправоммерного использования инсайдерской информации в ходе заключения биржевых сделок на фондовом рынке, поскольку в условиях так называемой «обезличенности» указанных сделок установить непосредственного контрагента инсайдера по инсайдерской сделке не представляется возможным.

В связи с наличием описанной проблемы в американском праве развитие получили неклассические концепции гражданско-правовой ответственности, согласно которым в категорию лиц, имеющих право на взыскание убытков, причиненных инсайдерской деятельностью, попадают не конкретные инвесторы, непосредственно вступающие в правоотношения с инсайдером (поскольку таких инвесторов объективно невозможно определить в условиях «обезличенности» сделок на фондовом рынке), а неопределенный круг инвесторов, соответствующих критериям, выработанным в рамках той или иной неклассической концепции: «концепции одновременных торгов» («*contemporaneous trading approach*») и «концепции торгов, осуществляемых в период утаивания (нераскрытия) инсайдерской информации» («*non-disclosure period trading approach*»).

Согласно первой неклассической концепции «одновременных торгов», право на взыскание убытков имеют все инвесторы, которые заключили сделки по покупке (продаже) определенных ценных бумаг **в то же самое время**, когда инсайдер осуществлял соответствующие им сделки противоположного содержания (продажа (покупка) аналогичных ценных бумаг). Данная концепция представляется наиболее применимой к тем случаям, когда инсайдерская деятельность имеет место в форме «инсайдерской торговли» (то есть совершения инсайдерских сделок с ценными бумагами самим инсайдером).

Согласно второй неклассической концепции, право на взыскание соответствующих убытков имеют все лица, которые осуществляли сделки по продаже (покупке) определенных ценных бумаг (противоположного по отношению к сделкам инсайдера содержания) в течение всего периода с момента, когда лицом, обладающим инсайдерской информацией, была совершена первая инсайдерская сделка с соответствующими ценными бумагами, и до момента, когда инсайдерская информация была предоставлена, распространена (раскрыта) и стала публично доступной. Указанная концепция представляется наиболее применимой в тех случаях, когда инсайдерская деятельность имеет место не только в форме осуществления инсайдерских сделок с ценными бумагами («инсайдерской торговли»), но и одновременно в форме передачи инсайдерской информации (или основанных на ней рекомендаций) третьим лицам.

В параграфе также проведен анализ неклассических концепций гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность с точки зрения традиционных подходов, используемых в российской науке гражданского права; обоснован вывод о возможности использования указанных неклассических концепций гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность в российском праве (при условии их постепенного и поступательного заимствования).

В четвертой главе, состоящей из двух параграфов, рассматриваются отдельные вопросы, связанные с элементами состава такого гражданского правонарушения, как инсайдерская деятельность.

В первом параграфе четвертой главы отдельное внимание уделено изучению состава (правовой природы) убытков (потерь) инвестора на фондовом рынке, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации. Сделан вывод о том, что указанные убытки (потери) инвестора не могут быть квалифицированы ни как неосновательное обогащение, ни как потери по смыслу ст.406.1 Гражданского Кодекса РФ. Также сделан вывод о том, что убытки (потери) добросовестного инвестора, возникшие в результате инсайдерской деятельности, могут являться как реальным ущербом, так и упущенной выгодой, при этом в обоих указанных случаях данные убытки, причиненные инсайдерской деятельностью, имеют особую правовую природу и являются особым видом убытков (убытками *sui generis*), которые, с одной стороны, выполняют характерную для убытков компенсационную функцию, а с другой стороны, содержат в себе штрафной элемент (то есть выступают в качестве дополнительной имущественной санкции, применяемой к инсайдеру-нарушителю в рамках гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность).

Отдельное внимание уделено изучению вопросов расчета убытков, причиненных инсайдерской деятельностью. Исследуются методики расчета указанных убытков, применяемые судами США, проводится их сравнительный анализ с методиками расчета соответствующих убытков, установленных в российском законодательстве. Обоснован вывод о том, что методики расчета убытков, причиненных инсайдерской деятельностью, установленные в российском праве, в целом имеют схожие черты с отдельными аналогичными методиками, применяемыми в праве США, и разработаны на основе принципа соблюдения баланса интересов инсайдера и добросовестных инвесторов при распределении между указанными участниками фондового рынка риска изменения цен на ценные бумаги,

произошедшего после предоставления, распространения (раскрытия) инсайдерской информации.

Кроме того, отмечается, что применение вышеуказанных неклассических концепций гражданско-правовой ответственности фактически подразумевает предоставление права на взыскание убытков, причиненных инсайдерской деятельностью, неограниченному кругу лиц («коллективному потерпевшему»). Ввиду этого возникает необходимость законодательного ограничения (установления верхнего предела) размера ответственности инсайдера за убытки, причиненные им в результате неправомерного использования инсайдерской информации. В праве США данная норма закреплена на уровне закона. В российском праве на данный момент указанная норма закреплена только на уровне подзаконного акта (п.4.1 Методических рекомендаций по расчету размера дохода или суммы убытков, которых лицо избежало в результате неправомерного использования инсайдерской информации, а также размера возмещения убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации (утв. Приказом ФСФР России от 28.06.2012 № 12-49/пз-н)). В параграфе сделан вывод о необходимости закрепления данного правила в российском праве на уровне федерального закона.

Во втором параграфе четвертой главы исследуются вопросы установления причинно-следственной (причинной) связи между инсайдерской деятельностью и причиненными убытками, приводится описание основных проблем, связанных с указанным вопросом.

Сделан вывод о том, что самостоятельное установление добросовестными инвесторами причинной связи между неправомерным использованием инсайдерской информации и причиненными убытками является затруднительным. Это обусловлено как «обезличенностью» сделок, совершаемых на фондовом рынке, так и тем обстоятельством, что при применении неклассических концепций гражданско-правовой ответственности (подразумевающих предоставление права на взыскание

убытков с инсайдеров тем лицам, которые в действительности могли вообще не вступать с инсайдером в какие-либо правоотношения) установление объективно существующей причинной связи между инсайдерской деятельностью конкретного инсайдера и убытками, причиненными конкретному добросовестному инвестору, не представляется возможным. Ввиду указанных обстоятельств предлагается предусмотреть в законодательстве правило о том, что при доказанности самого факта неправомерного использования инсайдерской информации (например, при установлении данного факта судом при привлечении инсайдера к административной и/или уголовной ответственности за указанное противоправное деяние), добросовестный инвестор для взыскания с инсайдера убытков должен доказать, что совершенные им сделки на фондовом рынке (в результате которых инвестор понес убытки) соответствуют критериям, выработанным в рамках определенной неклассической концепции гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность.

Одновременно с этим следует отметить, что у «рядового» добросовестного инвестора в большинстве случаев также отсутствуют организационные и материальные ресурсы, необходимые для установления фактов инсайдерской деятельности.

Указанные ресурсы имеются только у уполномоченных государственных органов в области финансовых рынков (Банк России – в РФ, SEC – в США) и могут быть ими задействованы в основном в целях привлечения нарушителей-инсайдеров к уголовной и административной ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации.

Поскольку без установления уполномоченными органами (судами) факта инсайдерской деятельности добросовестные инвесторы в большинстве случаев фактически лишены возможности привлечь нарушителя-инсайдера к гражданско-правовой ответственности за указанное противоправное деяние,

сделан вывод о том, что реализация права добросовестных инвесторов на взыскание причиненных инсайдерской деятельностью убытков, по существу, зависит от факта привлечения инсайдера к административной/ уголовной ответственности за указанное правонарушение и установления судами факта инсайдерской деятельности.

В параграфе также исследуется опыт США по разработке и совершенствованию механизма гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность, в частности, рассматриваются варианты задействования в указанном механизме уполномоченного государственного органа в области финансовых рынков в качестве «коллективного представителя» добросовестных участников фондового рынка, самостоятельно взыскивающего с нарушителей-инсайдеров убытки и затем через посредство специальных фондов защиты прав инвесторов (FAIR funds) распределяющего взысканные средства в пользу пострадавших от инсайдерской деятельности добросовестных инвесторов.

По итогам исследования в параграфе приводятся научно-практические предложения и рекомендации по разработке механизма гражданско-правовой ответственности за инсайдерскую деятельность в праве РФ, анализируются основные преимущества и недостатки каждого из предлагаемых решений.

В заключении излагаются и обобщаются итоги выполненного исследования, намечаются пути и перспективы дальнейшей разработки темы.

По теме диссертации опубликованы следующие работы:

Статьи, опубликованные в изданиях, рекомендуемых ВАК РФ

1. Татлыбаев Б.В., Селивановский А.С. Неправомерное использование инсайдерской информации в РФ: проблемы эффективности правового регулирования // Хозяйство и право. 2014. – № 1. – С. 35-60. – 1,6 п.л. (авторский вклад – 1,0 п.л.).

2. Татлыбаев Б.В. Взыскание убытков, причиненных инсайдерской торговлей: надлежащие истцы и концепции ответственности //Вестник Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации. – 2014. – № 6. – С. 22 - 31. – 0,66 п.л.

3. Татлыбаев Б.В. Правовая природа убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации// Закон. – 2015. – № 6. – С. 151-165. – 1,4 п.л.

Статьи, опубликованные в иных научных изданиях:

4. Татлыбаев Б.В. Иск инвестора о взыскании убытков, причиненных инсайдерской торговлей: зарубежный опыт регулирования и российские перспективы // Вестник экономического правосудия Российской Федерации (ранее – Вестник Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации). – 2014. – № 11.– С. 81-98. – 1,5 п.л.

5. Татлыбаев Б.В. Гражданско-правовая ответственность за неправомерное использование инсайдерской информации: проблемы и перспективы развития института в российском праве// Материалы Международного молодежного научного форума «Ломоносов-2014» // Отв. ред. А.И. Андреев, А.В. Андриянов, Е.А. Антипов. [Электронный ресурс] — М.: МАКС Пресс, 2014. — 1 электрон. опт. диск (DVD-ROM); 12 см. – 0,2 п.л.