

**ІНСАЙДЕРСЬКА ІНФОРМАЦІЯ ТА КРИМІНАЛЬНИЙ ЗАКОН:
ВІД АМЕРИКАНСЬКИХ РЕАЛІЙ ДО ЄВРОПЕЙСЬКИХ ПЕРСПЕКТИВ****INSIDER INFORMATION AND CRIMINAL LAW:
FROM AMERICAN REALITIES TO EUROPEAN PERSPECTIVES**

**Дудоров О.О., д.ю.н., професор,
заслужений діяч науки і техніки України,
завідувач науково-дослідної лабораторії з проблем попередження,
припинення та розслідування злочинів територіальними органами
Луганський державний університет внутрішніх справ імені Е.О. Дідоренка**

**Каменський Д.В., к.ю.н., доцент,
завідувач кафедри правознавства
Бердянський державний педагогічний університет**

У статті розглядаються окремі проблеми становлення, тлумачення і вдосконалення законодавства про кримінальну відповідальність за інсайдерські зловживання. Зроблено спробу визначити роль кримінального закону в забезпеченні належного функціонування фондового ринку. З'ясовано чинники криміналізації незаконного використання інсайдерської інформації. В контексті міжнародно-правових підходів проаналізовано відповідні положення КК України. Окремий акцент зроблено на законодавстві і правозастосовній практиці США як країни, яка історично має найбільший досвід практичної протидії інсайдерським зловживанням.

Ключові слова: фондовий ринок, інсайдер, інформація, цінні папери, злочин, використання, шахрайство, обман.

В статье рассматриваются отдельные проблемы становления, толкования и совершенствования законодательства об уголовной ответственности за инсайдерские злоупотребления. Сделана попытка определить роль уголовного закона в обеспечении надлежащего функционирования фондового рынка. Установлены факторы криминализации незаконного использования инсайдерской информации. В контексте международно-правовых подходов проанализированы соответствующие положения УК Украины. Отдельный акцент сделан на законодательстве и правоприменительной практике США как страны, исторически имеющей наибольший опыт практического противодействия инсайдерским злоупотреблениям.

Ключевые слова: фондовый рынок, инсайдер, информация, ценные бумаги, преступление, использование, мошенничество, обман.

The article deals with separate issues of the formation, interpretation and improvement of legislation on criminal liability for insider trading offenses.

An attempt has been made to determine the role of the criminal law in ensuring the proper functioning of stock market. It has been established that development of the stock market is determined by a number of factors, including the state of legislative action aimed at counteracting relevant offenses. Crimes and other delicts, committed on the stock market (growth of practices of manipulative and insider nature, issuance of «garbage» stocks, fictitious issues, etc.) create grounds for distrust by investors, increase investment risks and, as a result, worsen the investment climate, complicate formation of the modern market economy in Ukraine, encroach upon the interests of securities holders and other participants in the stock market, facilitate money laundering etc.

The factors of criminalization of illegal use of insider information have been established. It has been stated that unlawful use of insider information, being an unfair practice of doing business in the stock market and violating the quotation mechanism, disrupts the stability of the stock market, leads to its imbalance, formation of artificial prices, the emergence of economic imbalances and the receipt of unwarranted profits, leads to a reduction in securities investment. Illegal insider activities can cause significant damage to issuers and investors (for example, due to securities exchange rates collapse, failure to conclude a contract or acquire controlling stake at an overstated price).

It has been proposed to interpret insider activity as a specific form of fraud in the economy.

In the context of international legal approaches and foreign legal experience, the relevant provisions of the Criminal Code of Ukraine have been analyzed. It has been pointed out that the effectiveness of the criminal-law protection of the stock market of Ukraine not least depends on how well elements of the corresponding abuses have been reflected in the text of Art. 232-1 of the Criminal Code of Ukraine «Illegal use of insider information» and also on how much the text of this criminal-law prohibition has been consistent with the provisions of regulatory legislation. It has been concluded that, despite some of its inherent defects, the current version of Art. 232-1 of the Criminal Code of Ukraine in general allows for proper criminal-law assessment of insider-related offenses.

The absence of the appropriate law enforcement practice has been explained mainly not by some «bottlenecks» of the criminal law, but by the specifics of the functioning of the national stock market, namely by its underdevelopment. It has also been argued in the article that without the development of qualitative (preferably with the participation of experts of the National Commission on Securities and Stock Market) forensic methodology for investigating illegal abuse of insider information and professional use of such technique by qualified law enforcement agents Article 232-1 of the Criminal Code of Ukraine will continue having the declarative character and will remain a «dead» prohibition, while at the same time socially dangerous behavior, envisaged in this provision, continues in modern business practices.

A separate emphasis has been put on American law and enforcement practice. It has been demonstrated that in this country over the 80-year period, the world's largest experience in counteracting insider abuse has been developed at the legislative, legal and doctrinal levels and, in particular, a large body of relevant legal precedents has been formed, primarily targeted by the law enforcement community. Such experience requires careful study and, in part, creative borrowing in various aspects (while taking into account Ukraine's reference to the Romano-Germanic legal system as well as other peculiarities). In particular, the issue of criminal law protection of the information component of the US stock market is much more intense than in Ukraine (the criminal law of which recognizes the blanket form), the interaction of the provisions of criminal and regulatory legislation: in fact, criminal offenses covering abuse of insider status remain integral part of the regulatory legislation.

Key words: stock market, insider, information, securities, crime, usage, fraud, deception.

Про місію фондового ринку і доречність компаративістських досліджень проблематики інсайдерських зловживань. Із переходом економіки України до ринкових засад набули поширення різноманітні цінні папери, сформувався фондовий ринок, який визнається важливим елементом мобілізації національних заощаджень та їх трансформації в інвестиційні ресурси. Світовий досвід засвідчує, що фінансування суб'єктів господарювання шляхом розміщення цінних паперів має істотні переваги перед іншими формами інвестування, оскільки характеризується високою ліквідністю, у зв'язку з чим у переважній більшості країн із розвинутою ринковою економікою відбувається поступовий процес втрати банками ролі основного кредитора на користь фондового ринку. Його розвиток вважається індикатором лібералізації економіки та успішного проведення ринкових реформ, створює важливий компонент сучасного механізму економічного регулювання, надає економіці гнучкості та мобільності, забезпечує можливість швидкого направлення ресурсів з одних галузей в інші та здійснення структурної перебудови виробництва.

За часи незалежності Україна досягла певного прогресу у формуванні організаційних і правових засад функціонування фондового ринку, що знайшло закріплення й на законодавчому рівні у вигляді ухваленого 23 лютого 2006 р. Закону «Про цінні папери та фондовий ринок», який доречно врахував не лише досвід діяльності вітчизняного та європейського фондових ринків, а й положення прийнятих у 2003 р. Цивільного і Господарського кодексів України.

Розвиток фондового ринку зумовлюється низкою факторів, серед яких – стан законодавчого забезпечення протидії відповідним правопорушенням. Вчинювані на фондовому ринку злочини та інші делікти (розповсюдження практик маніпулятивного та інсайдерського характеру, розміщення «сміттєвих» цінних паперів, фіктивні емісії тощо) створюють підґрунтя для недовіри з боку інвесторів, збільшують інвестиційні ризики та, як наслідок, погіршують інвестиційний клімат, ускладнюють формування сучасної ринкової економіки в Україні, посягають на інтереси власників цінних паперів та інших учасників фондового ринку, сприяють відмиванню «брудних» доходів тощо.

За таких обставин не викликає сумніву необхідність забезпечити належне функціонування фондового ринку України у тому числі за допомогою якісного кримінально-правового інструментарію.

Криміналізація інсайдерських зловживань, будучи одним із заходів у комплексі кримінально-правової охорони ринку інвестицій, вважається звичною вимогою до кримінального закону суспільства, економіка якого ґрунтується на ринкових засадах. Причинами недостатності та неефективності адміністративно-правових заборон є: 1) небезпека інсайдерських зловживань, механізм вчинення яких нагадує витончене шахрайство; 2) заподіяна такими зловживаннями типова шкода значно перевищує розмір штрафу як адміністративного стягнення; 3) сумнівність встановлення факту інсайдерського зловживання у межах провадження у справах про адміністративні правопорушення та зумовлена цим потреба у проведенні оперативно-розшукових і кримінально-процесуальних заходів. При цьому кримінальний закон, за влучним висловлюванням І.А. Клепицького, чітко окреслюючи межі забороненої поведінки і не втручаючись в діяльність сумлінних учасників ринку, є найбільш ліберальним («ринковим») засобом державного впливу на ринок цінних паперів у той час, як адміністративні та інші подібні методи регулювання здатні значно більшою мірою зашкодити фондовому ринку. Так само як для преси відповідальність за наклеп і образу є менш шкідливою, ніж цензура, так і для економіки кримінальна відповідальність за економічні злочини

є менш обтяжливою, ніж суто бюрократичне адміністрування [1, с. 213–215; 2, с. 4].

Є, однак, підстави констатувати несприйняття (або щонайменше недооцінку) вітчизняним кримінальним правом феномену відповідальності за інсайдерські зловживання – попри закріплення окремої кримінально-правової заборони, присвяченої незаконному використанню інсайдерської інформації (ст. 232-1 КК України), й активне доктринальне опрацювання цієї проблематики (праці О.Ю. Вітка, Р.А. Волинця, О.О. Кашкарова, О.Я. Кондри, О.І. Кохановської, А.М. Ришелюка, В.В. Саєнка, Ю.Г. Старовойтової та ін.). Ту обставину, що Україна на сьогодні не може похвалитись здобутками в частині *практичної* протидії інсайдерським зловживанням, красномовним показником чого виступає відсутність відповідної правозастосовної практики, передусім пояснюється особливостями функціонування національного фондового ринку і загалом його нерозвиненістю. І такий стан речей зайвий раз підтверджує слушність усталеної тези про первинність економічних відносин стосовно правових, а отже, домінування перших над другими.

Свідченням стагнації фондового ринку України вважаються незначне число його учасників, емітентів, інструментів, недостатні обсяги коштів, що обертаються на ньому, його істотне відставання за більшістю показників не тільки від високорозвинених країн світу, а й від переважної більшості країн колишнього СРСР і Східної Європи. Функція перерозподілу фінансових ресурсів на фондовому ринку України здійснюється в наднизьких обсягах через певні фінансові інструменти, але їхня сукупна роль малопомітна навіть порівняно з показниками банківської системи. Функцію абсорбції «зайвих» коштів з обороту і зниження рівня інфляції в економіці наш фондовий ринок також не виконує, оскільки населення і бізнес-структури, очікуючи системних ризиків і отримуючи збитки, у переважній більшості ігнорують фондовий ринок як центр інвестування і примноження коштів. Не виконує фондовий ринок і функцію щодо визначення цін на активи в державі. Реалії в Україні є такими, що ціни формуються під кон'юнктурним впливом мажоритарного акціонера і залежно від його інтересів. Фактично рівноважна біржова ціна на активи в умовах олігархічно-монопольного корпоративного сектору не може сформуватись, а фондовий ринок не може стати своєрідним економічним барометром ділової активності [3]. Про непрозорість, нерозвиненість та інвестиційну непривабливість вітчизняного фондового ринку пишуть й інші дослідники [4, с. 5].

Вельми красномовними є і статистичні показники. Так, у 2018 р. сукупні обсяги торгів цінними паперами на фондовому ринку України склали 260,866 млрд. грн. При цьому обсяги торгів акціями склали лише 1,18 млрд. грн. (або 0,45% від загального обсягу), корпоративними облигаціями – 10,26 млрд. грн. (4%), ОВДП – 245,73 млрд. грн. (94,1%), іншими цінними паперами – 3,68 млрд. грн. (1,4%). Коментуючи ту обставину, що майже 95% вчинених у минулому році угод є правочинами з державними цінними паперами, керівництво Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР) констатує, що сучасний український фондовий ринок є більш-менш ефективним лише з питань власності (зміни прав, перерозподілу часток тощо); натомість його ефективність як джерела залучення коштів для розвитку бізнесу, що є ключовою функціональною ознакою фондових ринків розвинених країн, залишається вкрай незадовільною [5].

З урахуванням відсутності вільного і значного за обсягом ринку передусім акцій наразі просто немає сенсу вести мову про ефективність кримінальної відповідальності за інсайдерські зловживання, адже останнім в Україні просто немає, де і з приводу чого відбуватись. Водночас, судячи з відомостей, які характеризують правозастосовну діяльність НКЦПФР, спостерігається низький

рівень дотримання вимог законодавства про фондовий ринок, що, серед іншого, є наслідком неадекватності існуючих санкцій масштабам заподіюваної шкоди, а в багатьох випадках – відсутності належних покарань за порушення зазначеного законодавства. Формулювання відповідних кримінально-правових заборон відзначаються казуїстичністю і громіздкістю, перевантажені бланкетними ознаками та позбавлені визначеності, а це неминуче ускладнює їхнє сприйняття і, відповідно, застосування. Точність та адекватність понятійного апарату, використаного у цих кримінально-правових заборонах, викликає чимало запитань, які потребують фахових відповідей.

Звернення до спеціальних норм КК України про відповідальність за злочини проти фондового ринку і практики їхнього застосування (точніше незастосування, бо переважна більшість цих норм належить до когорти «мертвих») у черговий раз переконує в тому, що однією з негативних тенденцій розвитку нашого законодавства про кримінальну відповідальність за господарські (і привірні до них) злочини є кількісне зростання обсягу законодавчого матеріалу при фактично незмінній криміналізації, коли поява в КК нових статей фактично не веде до очікуваного збільшення кола злочинних діянь і, головне, до бажаного ефекту, на який розраховують суб'єкти законодавчої ініціативи і парламентарії.

З'ясований status quo спонукає ставитись до прогресивного зарубіжного (американського та західноєвропейського) досвіду в досліджуваній сфері як до такого собі превентивного інструменту отримання знань і досвіду. Переконані в тому, що ці знання і досвід стануть у нагоді, однак дещо згодом – коли в Україні запрацює повноцінний фондовий ринок. У тому, що це врешті-решт станеться, ми не сумніваємось, бо такий сценарій розвитку подій узгоджується із сучасними трендами економічної глобалізації та ключовими векторами розвитку національних економік.

На доречність проведення відповідних порівняльно-правових досліджень вказує висловлювання польської авторки А. Блахньо-Пажих про те, що досвід інших країн, включаючи США, є цінним джерелом інформації про методи, які використовують «автори» інсайдерських зловживань, і про методи їх викриття. Кваліфікація подібних дій у Польщі вимагає обов'язкового посилання на національне законодавство. Якщо ж у положеннях національного законодавства існує поняття, близьке до такого, що використовується в США, то можна додатково посилатися на спосіб його розуміння, сформований у цій країні. Однак, справедливо зауважує дослідниця, навіть у цьому випадку потрібно враховувати відмінності, що впливають з іншої законодавчої системи, іншої правозастосовної практики та іншої правової культури. Закони не діють у порожнечі – на їхнє тлумачення впливає багато чинників. Тому, бажано скористатись досвідом США або іншої країни, потрібно усвідомлювати, як певне законоположення застосовується в цій країні, чи не критикують його, а якщо критикують, то з яких саме причин [6].

Подібним чином розмірковує вітчизняний дослідник В.В. Сасенко, на думку якого існуюча в США модель заборони зловживань з інсайдерською інформацією через її складність і нестабільність навряд чи може бути запозичена Україною. Водночас корисним є вивчення принципів регулювання використання інсайдерської інформації, підходів до визначення її поняття, методів виявлення і розслідування відповідних правопорушень [7, с. 8]. До речі, в США законодавство, спрямоване на боротьбу з інсайдерськими зловживаннями, а отже, і відповідна правозастосовна практика почали формуватись ще в 30-х роках минулого століття. Невипадково США називають юрисдикцією, в якій питання протидії незаконному використанню інсайдерської інформації досліджувались протягом найбільш тривалого періоду [8, с. 25].

Про чинники криміналізації інсайдерських зловживань. Курс (ринкова ціна) цінного паперу визначається як його цінністю для інвестора та емітента, так й іншими ціноутворюючими факторами, у тому числі макроекономічними і спекулятивними. Неправомірне використання інсайдерської інформації, будучи недобросовісною практикою ведення бізнесу на фондовому ринку і порушуючи механізм котирування (зіставлення попиту і пропозиції на цінні папери), дезорганізує стабільність фондового ринку, веде до його розбалансованості, утворення штучних цін, виникнення економічної диспропорції та отримання необґрунтованого прибутку, призводить до скорочення інвестицій у цінні папери. Незаконна інсайдерська діяльність спроможна заподіяти істотну шкоду емітентам та інвесторам (наприклад, внаслідок падіння курсу цінних паперів, зриву укладання договору або придбання контрольного пакету акцій за завищеною ціною). Прибічники ідеї державного регулювання порядку використання інсайдерської інформації спираються переважно на міркування про загрози економічній безпеці, що виникають під час використання такої інформації, про надприбутки інсайдерів, що ставить інших учасників ринку у дискримінаційне становище і тим самим руйнує засади функціонування фінансового ринку.

Відомий фінансист Джордж Сорос пише, що фондовий ринок є найбільш успішним прикладом досконалої конкуренції. На користь цієї тези вказують такі обставини, як централізоване ведення торгів, однорідні продукти, низькі транзакційні і транспортні витрати, миттєва комунікація між учасниками ринку, велика кількість учасників, жоден з яких за звичайним перебігом подій не може вплинути на ціни на ринку, спеціальні правила інсайдерських операцій, а також наявність спеціальних механізмів для забезпечення всім учасникам доступу до релевантної інформації [9, с. 49–50]. Видається, однак, що згаданий автор оперує ідеалізованою концепцією, яка не враховує реалії «паразитування» на фондовому ринку, зокрема, у вигляді використання інсайдерської інформації, що впливає на стан конкуренції на фондовому ринку. До слова сам пан Сорос не гребує інсайдерськими зловживаннями. Так, він свого часу був змушений сплатити чималий штраф за придбання і подальший продаж на фондовій біржі пакетів акцій чотирьох французьких компаній із використанням при цьому внутрішньої інформації про майбутнє поглинання компаній, джерелом якої стали радник уряду і міністр фінансів Франції [10, с. 116].

Як слушно зазначає В.В. Хилота, незаконна інсайдерська діяльність може заподіяти істотну шкоду як окремим господарюючим суб'єктам-емітентам, так й іншим учасникам ринку цінних паперів. Маючи переваги над іншими учасниками фондового ринку, інсайдер маніпулює їхньою економічно значущою поведінкою, примушуючи здійснювати певні біржові операції, які в подальшому можуть призвести до значних збитків із боку таких учасників. Більше того: незаконна інсайдерська діяльність виступає одним із знарядь обмеження свободи конкуренції (на фондовому ринку), що у випадку поширення інсайдерських практик здатне призвести до дестабілізації економічних відносин як на мікро-, так і на макрорівні [11, с. 98].

Інвестор, який вкладає власні кошти у придбання цінних паперів, маючи на меті, наприклад, збереження коштів від знецінення, отримання прибутку або встановлення контролю над емітентом, повинен отримати достовірну і достатньо повну інформацію про об'єкт інвестування для того, щоб ухвалити кваліфіковане інвестиційне рішення. У разі надання інсайдерам дозволу вільно торгувати акціями своїх компаній вони можуть маніпулювати розкриттям внутрішньої інформації для отримання власної матеріальної вигоди. Інвестори ж, відповідно, без володіння такою інформацією опиняться в завідомо менш вигідному становищі, що, своєю чергою, призведе до зростання спе-

кулятивної торгівлі на ринку цінних паперів і масштабного витоку конфіденційної інформації [12, с. 71]. Інсайдерська торгівля може знищити інтегрованість ринку шляхом надання переваги обраній групі осіб, які мають доступ до конфіденційної інформації [13, с. 337]. Показово, що ризики втрати фондовим ринком ліквідності, а згодом інвестиційної привабливості обґрунтовуються саме через інсайдерську торгівлю [14, с. 88–89].

Навіть без спеціальних знань у галузі фінансів очевидним є те, що «надування» акцій безпідставною вартістю через ажіотаж, викликаний спекуляціями з інсайдерською інформацією, суперечить реаліям ринкової економіки, коли ринок через відносини попиту та пропозиції, а головне через доступу для всіх його учасників інформацію корегує вартість компанії.

Як справедливо пише О.В. Кологойда, необхідною умовою конкурентного ціноутворення на фондовому ринку є повне та своєчасне розкриття інформації в порядку та на умовах, визначених законом, її однакова доступність для всіх учасників фондових відносин [15, с. 304]. Фундаментальною для правильного функціонування фондового ринку є інформаційна симетрія: масив інформації, значущою для визначення вартості цінних паперів, має бути однаково доступним для всіх адресатів. Інша річ, як той або інший учасник фондового ринку інтерпретує та використовує цю інформацію. При цьому необхідно мати на увазі і те, що цінність будь-якої інформації, яка використовується на фондовому ринку, значною мірою зумовлена її індивідуальним сприйняттям конкретним суб'єктом, який ухвалює рішення, тобто цінність відповідних відомостей має швидше суб'єктивний, а не об'єктивний характер. З огляду на це, інформація, включаючи інсайдерську, може і не мати будь-якої комерційної цінності, здатної гарантувати настання певних подій у майбутньому. Однією з властивостей обігу інформації є його «гнучкість», здатність бути предметом різноманітних інтерпретацій, які, своєю чергою, істотно відрізняються залежно від індивідуального досвіду і знань осіб, які нею володіють.

Таким чином, інформаційна перевага інсайдера та, як наслідок, успіх його діяльності на фондовому ринку залежить від інтерпретації інформації та очікувань з боку інших учасників ринку. Інсайдер вчиняє угоди з цінними паперами, сподіваючись на те, що інші учасники ринку будуть реагувати на розкриття інформацію так само, як і він, однак із значною перевагою в часі, що дає йому можливість отримати значно більший дохід від курсової різниці цінних паперів. Насправді цілком можливим є і сценарій, за якого ринок не виправдає сподівань інсайдера: у результаті замість очікуваного прибутку або уникнення витрат він може отримати протилежний результат [16, с. 17–18].

Водночас очевидно, що зловживання з інсайдерською інформацією породжують інформаційну асиметрію: чутлива, економічно значуща та потенційно «прибуткова» інформація опиняється в розпорядженні та згодом використовується декількома інсайдерами (первинними чи вторинними), чим ставить абсолютну більшість інших зацікавлених учасників фондового ринку у завідомо невідне (дискримінаційне) становище.

Сучасним і вельми наочним прикладом того, як фондовий ринок чутливо реагує на різноманітні прояви інформаційної асиметрії слугує справа відомого розробника нових технологій Ілона Маска. 27 вересня 2018 р. Комісія з цінних паперів та фондового ринку США (далі – КЦПФР США) звинуватила його у вчиненні шахрайства з цінними паперами, яке виявилось в оприлюдненні серії фальшивих, таких, що вводять в оману, твітів (текстових повідомлень у соціальній мережі Twitter) про потенційну угоду щодо перетворення компанії «Tesla» з публічної (її акції перебувають у вільному обігу на фондовій біржі) в приватну (закриту для інвесторів). Позовну заяву було подано до федерального суду Південного округу

м. Нью-Йорк, юрисдикція якого охоплює діяльність Нью-Йоркської фондової біржі, на якій обертаються акції компанії «Tesla». Розслідуванням КЦПФР США встановлено, що 7 серпня 2018 р. Маск повідомив у вказаній соціальній мережі 22 мільйонам своїх прихильників про те, що: 1) він може викупити акції «Tesla» (тобто зробити компанію приватною) за ціною 420 дол. за одну акцію, що істотно перевищувало встановлену на той час вартість акції; 2) фінансування такої угоди гарантовано; 3) невизначеність щодо такої угоди пов'язана лише з результатами голосуванням акціонерів за нею. Проведене розслідування з'ясувало, що насправді Маск не обговорював конкретні умови угоди з будь-якими потенційними фінансовими партнерами, а також усвідомлював, що потенційна угода є насправді невизначеною (малоймовірною) і залежить від низки непередбачуваних обставин. Також встановлено, що не підкріплене фактичними обставинами повідомлення Маска мало реальний фінансовий ефект: протягом 7 серпня вартість акцій «Tesla» зросла більш ніж на шість відсотків, а це призвело до помітних потрясінь на фондовому ринку. Згодом Ілон Маск і КЦПФР США уклали мирову угоду, яку у жовтні 2018 р. затвердив федеральний суд. За умовами угоди Ілон Маск повинен сплатити штраф у розмірі 20 млн. дол. США та подати у відставку з посади голови правління «Tesla» протягом 45 днів після затвердження угоди і на період не менше трьох років. Крім цього, компанія повинна запровадити систему моніторингу публічних заяв Маска, оприлюднених у мережі Twitter, блогах чи будь-якому іншому інформаційному ресурсі. На компанію «Tesla» було накладено окремий штраф у розмірі 20 млн. дол.; також було призначено двох незалежних членів ради директорів [17].

Водночас існує альтернативна точка зору з питання визначення порядку використання інсайдерської інформації. Так, лауреат Нобелівської премії з економіки М. Фрідман, висловлюючись за дозволеність інсайдерської торгівлі, вважав, що торговець не зобов'язаний повідомляти громадськість про таку торгівлю, оскільки напруження навколо купівлі чи продажу саме по собі є інформацією для ринку [18]. Супротивники правового регулювання інсайдерських операцій вказують і на те, що серйозний інвестор як сторона угоди керується при прийнятті рішення про придбання або продаж цінних паперів фундаментальними особистими причинами, які жодним чином не стосуються короткочасної інформації інсайдера [19, с. 138].

Прибічники ідеї легалізації торгівлі цінними паперами на підставі інсайдерської інформації пропонують два ключові аргументи на користь своєї позиції: 1) інсайдерська торгівля сама по собі є вкрай складним та неоднозначним соціально-економічним феноменом і несе в собі деякі переваги; 2) легалізація відповідної діяльності може стати одним із дієвих методів протидії економічним загрозам, що виникають під час використання інсайдерської інформації. Стверджується, що позитивом від легалізації інсайдерської діяльності (остання не є винятково деструктивним явищем) може стати більш оперативне поширення економічно значущої інформації між учасниками фондового ринку, що нагадує ланцюжкову реакцію. Так, володільці інсайдерської інформації укладають на її підставі вигідні для себе угоди, тим самим отримуючи додатковий дохід порівняно з іншими учасниками ринку. При цьому курс фінансових інструментів у більшості випадків не буде істотно змінюватись, оскільки загальна сума таких угод не буде значною через обмежену кількість учасників. Надалі інші учасники ринку, у тому числі тісно пов'язані з інсайдерами, діють у своїх фінансових операціях за прикладом таких первинних учасників операцій, розраховуючи на те, що наявна в інсайдерів інформація є достовірною та завідомо прибутковою. Оскільки на цьому рівні загальна сума фінансових операцій з цінними паперами є більш значною, це призводить до появи нових, більш помітних трендів на

фондовому ринку. Останнім починають слідувати інші учасники ринку під час придбання/продажу цінних паперів, і таким чином цінні папери отримують свою реальну ринкову вартість [20, с. 96–97]. Інакше кажучи, вартісні показники, а також співвідношення попиту та пропозиції на окремі групи і види акцій істотно змінюються на підставі раніше здійснених інсайдерських операцій, і це відіграє роль своєрідного катализатора кон'юнктурних змін на фондовому ринку.

Наведені аргументи видаються недостатньо переконливими. З одного боку, можна вести мову про компенсацію праці топ-менеджерів компаній за рахунок інсайдерської інформації, а також про таку інформацію як більш досконалий інструмент відстеження змін у макропоказниках економічної діяльності компаній-емітентів та як індикатор реальної вартості цінних паперів. З іншого, якщо почати аналіз на предмет користі/ризиків від легалізації використання такої інформації не з позицій економічної теорії чи в контексті пошуку шляхів удосконалення економічної політики, а з дослідження матеріалів проваджень про інсайдерські зловживання (передусім з урахуванням установленої американської практики в цій частині, яка аналізуватиметься нижче), то з усією очевидністю вимальовується протилежний висновок: інсайдерська торгівля є нічим іншим, як специфічним проявом шахрайства, оскільки в цьому разі має місце обман акціонерів та інших працівників своєї компанії, обман всіх інших зацікавлених учасників фондового ринку, які мають право на справедливі та гарантовані державою однакові умови діяльності для всіх учасників. Інакше у словосполученні «фондовий ринок» термін «ринок» доведеться замінити словом «хаос». Звичайно, «інсайдерське» шахрайство є значно складнішим, більш латентним і потенційно більш небезпечним антисоціальним феноменом порівняно із «загально-кримінальним» шахрайством. Проте зовнішня «оболонка» аналізованої поведінки не змінює її суті – це *de facto* фінансовий обман, спрямований проти добросовісних учасників фондового ринку та інших зацікавлених осіб, який повинен жорстко присікатись державою, що прагне зміцнити свою економіку, зробивши її диверсифікованою, прозорою та інвестиційно привабливою.

Ст. 232-1 КК України, за слухним висловлюванням В.О. Навроцького, – приклад такої законодавчої новели у сфері кримінальної відповідальності за господарські злочини, яка за великим рахунком є різновидом шахрайства в його широкому розумінні [21, с. 132]. Так само ототожнюючи інсайдерську торгівлю з шахрайством у широкому розумінні цього слова, А. Страдлер та Е. Ортс висувають цікаву тезу про аморальність такої поведінки як першооснову для її несприйняття фондовим ринком та застосування відповідних механізмів юридичної відповідальності, включаючи кримінальну. Аналізуючи прецедентну практику та одночасно піддаючи гострій критиці панівну теорію порушення фідучіарних обов'язків корпоративних інсайдерів до необізнаних фактичних і потенційних акціонерів компанії, згадані автори для обґрунтування незаконності інсайдерської поведінки пропонують спиратись на деонтологічний моральний принцип. Якщо особа використала економічну та будь-яку іншу інформацію, що перебуває в публічному доступі, на свою користь, керуючись при цьому виключно своїми знаннями, спеціальними навичками чи навіть простою вдачею, то має місце абсолютно законна поведінка, а правомірність отриманого особою доходу не повинна викликати жодних питань і сумнівів. Натомість якщо особа «торгує» на конфіденційній, відомій їй одній інформації, то моральні принципи і закон тут уже явно не на її боці. Ключовими елементами фундаментально аморальної та одночасно протиправної поведінки тут виступають введення в оману інших інвесторів (у цінні папери) та незаконне (несправедливе) збагачення [22, с. 437].

Критичний погляд на інсайдерські зловживання незалежно від «національності» кримінального законодавства, в якому розташовано відповідні заборони, спонукає інтерпретувати інсайдерську діяльність як специфічну форму шахрайства в сфері економіки. Ця модель характеризується такими ознаками: 1) має місце зловживання довірою з боку інсайдера – відбувається злісне порушення фідучіарних обов'язків лояльності інсайдера передусім до акціонерів, а також до керівництва компанії (звичайно, якщо правління саме не складається з інсайдерів) шляхом незаконного використання (можливо, й отримання) інсайдерської інформації; 2) предметом інсайдерського зловживання слід визнати особливий нематеріальний об'єкт, який має (принаймні потенційно) матеріальну цінність (вартість), – специфічну інформацію фінансово-економічного змісту з обмеженим доступом; 3) переважно корислива мотивація поведінки інсайдера; 4) має місце складний механізм протиправного використання інсайдерської інформації: інсайдер зловживає довірою одних осіб (акціонерів, представників правління чи інших осіб, які довірили йому закриті відомості), а незаконну матеріальну вигоду внаслідок використання такої інформації отримує вже від інших.

Очевидно, що в момент укладання інсайдером угоди він не заподіює майнову шкоду контрагенту. Останній купує або продає цінні папери за ринковою ціною, а подальше коливання курсу цінного паперу можна прогнозувати лише з певною часткою ймовірності. Інсайдер же, навпаки, володіючи певною інформацією, може прогнозувати зміни курсу із значно більшою точністю.

Симптоматично, що в своїх рішеннях Верховний Суд США (далі – ВС США) неодноразово підкреслював, що шахрайство з цінними паперами є одним із похідних проявів шахрайства як усталеного злочину. У зв'язку з цим, вважає Келлі Страдер, американські суди й надалі будуть активно спиратись на положення традиційного вчення про «загально-кримінальне» шахрайство. При цьому висловлюється справедливе занепокоєння: чим сильніше злочинна інсайдерська торгівля буде віддалятися від доктрини шахрайства в інтерпретаційній правосвідомості суддів, тим більш розмитими ставатимуть межі криміналізації протиправної поведінки в цій частині [23, с. 1441–1442].

Закріплення в сучасному американському та західноєвропейському кримінальному праві норм про зловживання інсайдерів ґрунтується на вихідному положенні про те, що використання чутливої інформації на ринку цінних паперів порушує рівність умов для всіх учасників ринку цінних паперів, робить угоди на цьому ринку значно більш ризикованими, в результаті чого руйнує інвестиційні відносини. З цього приводу В.В. Сасенко зазначає, що в країнах з ринковою економікою систематичне і чітке регулювання інсайдерської торгівлі цінними паперами повинне мати позитивний вплив на інвестиційне середовище, залучення більшої кількості інвесторів, зменшення вартості капіталу і підвищення операційної ефективності ринку. Тому необхідним є державне регулювання порядку використання інсайдерської інформації шляхом її заборони у передбачених законом випадках, що і було зроблено спочатку в США, а згодом і в багатьох інших країнах світу [24, с. 96–97].

Констатуючи, своєю чергою, істотні розбіжності в розмірах санкцій за інсайдерські зловживання в різних країнах світу, І.А. Клепицький пише, що така різноманітність спонукає задуматись над тим, чи є інсайдерство злочинним *malum in se* (зло саме по собі) або *malum prohibitum* (зло в силу заборони). Тут доречно нагадати, що в США, а раніше в Англії доктрина та судова практика всі злочини традиційно поділяє на дві групи: 1) злочини *malum prohibitum* (від лат. – «неправильний внаслідок заборони»), протиправність яких випливає виключно з приписів законодавства (як кримінального, так і регулятив-

ного). Вчинок, який відповідає категорії *malum prohibitum*, не обов'язково порушує моральні стандарти суспільства; 2) злочини *malum in se* (від лат. – «неправильний за своєю природою») означають протиправну поведінку, яка є шкідливою і неприйнятною для суспільства вже за своєю суттю, тобто незалежно від установлених законами або іншими нормативними приписами заборон. З одного боку, інсайдерська торгівля генетично пов'язана з шахрайством; з іншого, до недавнього часу подібні діяння не розглядалися як злочини: лише в другій половині ХХ ст. національні законодавці остаточно вирішили це питання, заборонивши використовувати відповідну інформацію при здійсненні операцій з цінними паперами та передбачивши кримінальне покарання за такі дії. Водночас у різних правових системах тяжкість цього злочину визначається неоднаково [2, с. 6].

Аналіз законодавства України про кримінальну відповідальність за незаконне використання інсайдерської інформації в контексті міжнародно-правових підходів і зарубіжного досвіду. Ст. 44 Закону України від 23 лютого 2006 р. «Про цінні папери та фондовий ринок» (далі – Закон від 23 лютого 2006 р.) визначає інсайдерську інформацію як неоприлюднену інформацію про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених цим Законом.

Одна з ключових ознак інсайдерської інформації, яка у фаховій літературі зазвичай позначається як істотність (комерційна цінність) та яка знайшла відображення у наведеній дефініції (поряд з такими ознаками, як не публічність і релевантність), означає, що відповідна інформація береться до уваги власниками цінних паперів і потенційними інвесторами при прийнятті ними рішення про купівлю-продаж цінних паперів, вчинення інших правочинів із цінними паперами, а її розголошення може мати значний вплив на ринкову вартість (котирування) цінних паперів. Крайнім доказом істотності певної інформації, як правило, вважаються події, що відбуваються на фондовому ринку після розкриття цієї інформації.

З'ясовуючи співвідношення складів злочинів, передбачених статтями 232 і 232-1 КК України (відповідно, «Розголошення комерційної або банківської таємниці» і «Незаконне використання інсайдерської інформації»), Р.А. Волинець називає інсайдерську інформацію «одним із різновидів комерційної таємниці» і (з певними застереженнями щодо різниці у суспільно небезпечних наслідках злочинів) характеризує першу з названих норм як загальну щодо другої – в частині караності розголошення певної інформації [25, с. 276–278]. На нашу думку, до співвідношення згаданих кримінально-правових заборон варто ставитись більш прискіпливо.

Спочатку хотіли б уточнити, що неоприлюднена й істотна інформація про емітента, його цінні папери чи правочини щодо них, будучи інсайдерською інформацією, згідно із законом може взагалі не визнаватись комерційною (а так само банківською) таємницею. З цього приводу В.В. Саєнко, переконаний у нетотожності комерційної таємниці та інсайдерської інформації, пише: «Документи про неплатоспроможність підприємства (наприклад, за результатами проведеного аудиту), інформація про забруднення навколишнього природного середовища (за яке підприємство може бути покаране як штрафами, так і зобов'язанням відшкодувати заподіяні збитки) та інша інформація, яка не може бути комерційною таємницею, ймовірно може викликати падіння ринкової вартості цінних паперів відповідного емітента після її оприлюднення. А отже, до моменту оприлюднення вона може бути інсайдерською інформацією» [24, с. 181–182]. Викладене спрос-

товує твердження Р.А. Волинця про те, що «властивості інсайдерської інформації слід визнавати спеціальними ознаками комерційної таємниці (як предмета злочину), які текстуально в ст. 232 КК не називаються» [25, с. 276].

До того ж інсайдерська інформація, так би мовити, за визначенням не повинна зіставлятись з комерційною таємницею, оскільки (на відміну від останньої – *таємної* інформації) вона *підлягає оприлюдненню* відповідно до встановлених вимог (ст. 44 Закону від 23 лютого 2006 р.). Розголошення інсайдерської інформації, яке, як відзначають фахівці з фондового ринку, лише вітається, не може завдати шкоди особі, суспільству і державі, що згідно зі ст. 8 Закону України «Про доступ до публічної інформації» є обов'язковою ознакою таємної інформації, а отже, і комерційної таємниці.

Із законодавчої дефініції поняття комерційної таємниці (ст. 36 Господарського кодексу України) випливає, що ця таємниця змістовно може включати в себе відомості, які відповідають ознаці істотності, притаманній інсайдерській інформації: їх оприлюднення здатне істотно вплинути на вартість цінних паперів конкретного суб'єкта господарювання та їх похідних. Проте інсайдерська інформація має специфічний статус, який визначений законодавством про фондовий ринок та який відмінний від правового режиму комерційної і банківської таємниці як різновидів інформації з обмеженим доступом, а порядок її обігу як компонент фондового ринку охороняється окремою кримінально-правовою заборonoю.

Із ст. 44 Закону від 23 лютого 2006 р. випливає, що не утворює складу розглядуваного злочину незаконне використання неоприлюдненої інформації про *неемісійні* цінні папери, навіть якщо таке діяння через спричинення істотного впливу на вартість таких цінних паперів завдало істотної шкоди. З одного боку, закріплене у ст. 232-1 КК України положення про належність до інсайдерських зловживань порушень, що стосуються лише емісійних цінних паперів, узгоджується з вимогами чинного вітчизняного законодавства про фондовий ринок. З іншого, з урахуванням євроінтеграційних напрямів розвитку України регулятивне законодавство в цій частині має бути приведенне у відповідність з Регламентом № 596/2014 Європейського парламенту та ради від 16 квітня 2014 р. «Про зловживання на ринку (регламент про зловживання на ринку) і про визнання такими, що втратили чинність, Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради і Директив Комісії 2003/124/ЄС, 2003/125/ЄС і 2004/72/ЄС» (далі – Регламент ЄС «Про зловживання на ринку»). «У зв'язку з цим дефініція терміна «інсайдерська інформація» має бути розширена за рахунок включення до такої інформації відомостей не тільки про емісійні цінні папери, а й про фінансові інструменти взагалі. Відповідні зміни має бути внесено і до ст. 232¹ КК» [25, с. 170]. Водночас при розширенні поняття інсайдерської інформації необхідно, серед іншого, мати на увазі застереження І.А. Клепицького, який, критикуючи рішення російського законодавця, вказує на сумнівну можливість інсайдерських зловживань стосовно біржової торгівлі товарами і невинуватність запровадження для економіки відповідних бюрократичних обмежень [2, с. 10].

Згідно з ч. 1 ст. 44 Закону від 23 лютого 2006 р. інсайдерською є певна інформація лише про ті цінні папери (включаючи похідні), що перебувають в обігу на фондовій біржі. Попередня редакція ст. 232-1 КК України охоплювала незаконне використання інсайдерської інформації як на біржовому (фондовій біржі), так і на позабіржовому (торговельно-інформаційні системи) ринках цінних паперів. В Україні, за інформацією О.В. Кологойди, «на вторинному ринку цінних паперів, як і на первинному, провідні позиції займає позабіржовий обіг. Саме поза межами фондових бірж здійснюється реалізація основної частки вперше емітованих цінних паперів і практично вся вто-

ринна торгівля» [26, с. 280]. При цьому небезпека використання неопрілюдненої інформації у процесі курсотворення цінних паперів у торговельно-інформаційних системах є не меншою, ніж тоді, коли це відбувається на фондових біржах [27, с. 112–113].

За таких обставин рішення вітчизняного законодавця обмежити коло відомостей, що становлять інсайдерську інформацію, а отже, сферу застосування ст. 232-1 КК навряд чи може бути розцінене схвально. Ваду відповідного легального визначення О.Ю.Вітко також вбачає в тому, що воно невиправдано звужує коло інсайдерської інформації (оскільки встановлює такий уточнювальний критерій, як перебування цінних паперів та деривативів емітента в обігу на фондовій біржі). Як наслідок, з-під кримінально-правової охорони виведено сферу позабіржового ринку цінних паперів, що негативно впливає на права та інтереси емітентів та інвесторів [28, с. 176–178, 194]. Тому конструктивно вважаємо пропозицію Р.А. Волинця удосконалити законодавче визначення поняття інсайдерської інформації таким чином, щоб ним охоплювалась інформація про правочини щодо цінних паперів, вчинювані і поза фондовою біржею; з дефініції інсайдерської інформації має бути виключена вказівка про перебування цінних паперів та похідних (деривативів) в обігу на фондовій біржі [25, с. 29, 171, 392].

Чинна редакція ст. 44 Закону від 23 лютого 2006 р., на відміну від попередньої редакції цієї норми, не містить положення про те, що належність інформації до інсайдерської визначається уповноваженим державним органом (наразі таким органом є НКЦПФР). Закріплення вичерпного переліку інсайдерської інформації (рішення ДКЦПФР від 21 листопада 2006 р. № 1344 «Про визначення інформації, яка належить до інсайдерської») певною мірою суперечило широкому законодавчому визначенню інсайдерської інформації як будь-якої неопрілюдненої інформації, що за своїм змістом стосується емітента, його цінних паперів (деривативів) або правочинів щодо них, а тому зазнавало серйозної критики з боку фахівців із фондового ринку [29, с. 488–489]. Мала місце казуїстичність та, як наслідок, прогальність закону. Виявляється також, що в жодній зарубіжній юрисдикції для належності інформації до інсайдерської не вимагається включення такої інформації в певний перелік; достатньо, щоб інформація відповідала таким ознакам, як непублічність, істотність і релевантність [8, с. 30].

Тезу про різноманітність життєвих ситуацій, які можуть мати істотний вплив на ринкову вартість цінних паперів, гарно ілюструє ситуація, описана І.А. Клепицьким: йдеться про адвоката – представника організації, обізнаного про необґрунтованість пред'явленого до організації позову у великому розмірі. Користуючись цією невідомою широкому загалу інформацією, адвокат за низькою ціною скуповує акції організації, оскільки розраховує на те, що після очікуваного ним залишення судом позову без задоволення ціна акцій зросте [1, с. 213–214]. Навіть серйозна хвороба конкретної людини може становити інсайдерську інформацію [2, с. 11]. Інсайдерською може бути, наприклад, інформація про очікувану зміну керівництва компанії, її нову стратегію, підготовку до випуску нової продукції або заплановане використання нових технологій, успішні переговори щодо злиття компаній чи придбання контрольного пакету акції, матеріали фінансової звітності, які засвідчують погіршення діяльності компанії [30, с. 338], істотні зміни у планах капіталовкладень товариства, операції зі значними активами емітента за неринковою ціною, знищення або пошкодження значної частини майна емітента внаслідок непередбачуваних подій тощо.

Досвід країн із традиційною ринковою економікою також вказує на недоречність нормативного закріплення вичерпного переліку відомостей, що складають інсайдер-

ську інформацію. Так, відповідно до ч. 2 ст. 161 КК Швейцарії під відомостями, розголошення яких може істотно вплинути на біржовий (добіржовий) курс цінних паперів і використання або повідомлення яких визнається злочинним, розуміються відомості не лише про майбутню емісію з певними правами на інвестиції та зв'язок між підприємствами, а й про будь-які подібні обставини.

В Англії поняття інсайдерської (внутрішньої) інформації розкрито в ст. 56 Акту про кримінальне правосуддя 1993 р., означаючи таку інформацію, яка: 1) належить до певних цінних паперів або до певних емітентів цінних паперів; 2) є конкретною і точною; 3) не є оприлюдненою; 4) у разі, якщо вона стала би доступною для громадськості, це, ймовірно, істотно вплинуло б на вартість будь-яких цінних паперів [31]. Також інформація вважається інсайдерською не лише тоді, коли вона стосується власне компанії (її діяльності), а й тоді, коли вона може вплинути на бізнес-плани компанії. Отже, пише С.В. Чупрова, визначення інсайдерської інформації включає в себе як інформацію, що надходить від самої компанії (наприклад, інформація про намір компанії виплатити великі дивіденди за підсумками поточного фінансового року), так й інформацію, яка надходить з інших джерел (наприклад, інформація про плани уряду викупити землю, що належить компанії, під будівництво залізниці) [19, с. 87].

Водночас за кримінальним законодавством Англії не визнається інсайдерською оприлюднена інформація. Інформація є оприлюдненою (made public), якщо: 1) опублікована відповідно до правил регульованого ринку для цілей інформування інвесторів та їх професійних консультантів; або 2) міститься у відомостях, які шляхом будь-якого нормативного акту є відкритими для нагляду з боку громадськості; або 3) може бути швидко отримана тими, хто збирається здійснювати операції з цінними паперами, до яких відноситься інформація; або 4) є похідною від інформації, яка була оприлюднена [31].

Згодом розділ 118с Акту про фінансові послуги та ринки Великої Британії (Financial Services and Markets Act) через неможливість переслідування інсайдерської торгівлі виключно кримінально-правовими засобами визначив інсайдерську інформацію як точну за своєю природою інформацію, яка не є загальнодоступною і належить, прямо або опосередковано, одному чи декільком емітентам інвестицій, які відповідають вимогам, або до однієї чи більше інвестицій, що відповідають вимогам і, якщо б вони стали загальнодоступними, могли б істотно вплинути на ціну інвестицій, які відповідають вимогам, або на ціну пов'язаних із ними інвестицій. Показово, що інсайдерська торгівля згідно з Актом про фінансові послуги та ринки визнається одним із різновидів зловживання ринком [32], і такий підхід відповідає загальноєвропейській практиці.

Таким чином, вважаємо виправданим відсутність у ст. 44 Закону від 23 лютого 2006 р. положення про те, що належність інформації до інсайдерської визначається НКЦПФР. Про це саме свідчить звернення не лише до досвіду зарубіжного законодавця, частково висвітленого вище, а й до міжнародно-правових актів.

Так, ст. 7 Регламенту ЄС «Про зловживання на ринку» оперує універсальним поняттям «внутрішня інформація». Воно охоплює, серед іншого, такі види інформації: 1) інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена та яка, прямо або опосередковано, стосується одного чи декількох емітентів або одного чи кількох фінансових інструментів, та яка у випадку її оприлюднення здійснювала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів або на ціни відповідних похідних фінансових інструментів; 2) щодо товарних деривативів – інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується, прямо або опосередковано, одного чи декількох таких деривативів або що стосується безпосередньо відповідних контрактів на

наявні товари, та яка у разі її оприлюднення здійснювала б значний вплив на ціни таких деривативів або відповідних контрактів на наявні товари та, якщо мова йде про інформацію, розкриття якої розумно очікується або необхідне відповідно до законодавчих або регуляторних положень на рівні ЄС або на національному рівні, правилами ринку, договором, практикою або звичаєм, – на відповідні ринки товарних деривативів або на ринки наявних товарів; 3) для осіб, уповноважених виконувати накази відносно фінансових інструментів, – інформацію, передану клієнтом або що стосується відкладених наказів клієнтів щодо фінансових інструментів, яка має точний характер, стосується, прямо або опосередковано, одного чи декількох емітентів або одного чи декількох фінансових інструментів та яка у випадку її оприлюднення здійснювала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів, на ціни відповідних контрактів на наявні товари або на ціни відповідних похідних фінансових інструментів.

У ст. 8 Регламенту ЄС «Про зловживання на ринку» йдеться про зміст інсайдерських угод: вони мають місце у випадках, коли особа володіє внутрішньою інформацією і використовує таку інформацію, набуваючи або розпоряджаючись від свого імені або від імені третіх осіб, прямо або опосередковано, фінансовими інструментами, до яких належить така інформація. Використання внутрішньої інформації за допомогою скасування або зміни наказу щодо фінансових інструментів, яких стосується така інформація, якщо наказ був відданий до того, як відповідна особа одержала внутрішню інформацію, також вважається інсайдерською угодою [33].

Повертаючись до тексту вітчизняного кримінального закону, відзначимо, що об'єктивна сторона аналізованого злочину полягає у незаконному використанні інсайдерської інформації у спосіб, вказаний у ч. 1 або ч. 2 ст. 232-1 КК України. У ч. 1 цієї статті йдеться про незаконне розголошення, передачу або надання доступу до інсайдерської інформації, а так само надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), а в ч. 2 ст. 232-1 КК України – про незаконне використання інсайдерської інформації шляхом вчинення з її використанням на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація.

Перераховані вище діяння, визнані злочинними, заборонені (за винятком розголошення) і ч. 1 ст. 45 Закону від 23 лютого 2006 р. Якщо попередня редакція ст. 232-1 КК України, відсилаючи у частині розуміння звороту «незаконне використання інсайдерської інформації» до регулятивного законодавства, носила чітко виражений бланкетний характер, то чинна редакція аналізованої статті, безпосередньо називаючи конкретні прояви незаконного використання інсайдерської інформації, загалом є описовою.

Виокремлення у ст. 232-1 КК України як форм незаконного використання інсайдерської інформації незаконного розголошення інсайдерської інформації, надання з використанням інсайдерської інформації рекомендацій щодо придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів) та вчинення з використанням інсайдерської інформації правочинів загалом узгоджується з міжнародно-правовою практикою боротьби з інсайдерськими зловживаннями.

Ч. 1 і ч. 2 ст. 232-1 КК України містять вичерпні переліки злочинних діянь. У зв'язку з цим відмінні від прямо перерахованих у цих нормах дії, які той, хто володіє інсайдерською інформацією, вчиняє за допомогою цієї інформації або користуючись фактом наявності у неї такої інформації (наприклад, висування майнових або інших вимог до власника інсайдерської інформації за повернення відповідних відомостей), не утворюють складу

злочину «незаконне використання інсайдерської інформації». До того ж, як справедливо зазначає О.Я. Кондра [34, с. 354–356], у подібних випадках не використовується властивість інсайдерської інформації у формі здатності впливу на вартість цінних паперів, на справедливе ринкове ціноутворення та проведення торгів на фондовому ринку. Відповідні дії за наявності підстав можуть кваліфікуватись за ст. 189 КК України як вимагання. Тому ми не погоджуємось із висловленою в літературі думкою про те, що караним за ст. 232-1 КК України незаконним використанням інсайдерської інформації може бути, зокрема, «шантаж власників чи службових осіб емітента погрозою розголошення інформації» [35, с. 13].

Рекомендації, про які йдеться у ч. 1 ст. 232-1 КК, можуть стосуватись як самого факту придбання, відчуження цінних паперів чи похідних (тобто полягати у пораді придбати, продати відповідні папери або утриматись від їх продажу чи придбання), так і моменту вчинення відповідних дій (порада відкласти придбання, продаж певних паперів на певний період часу або до певної дати) або кількості цінних паперів чи похідних, які мають стати предметом відповідних правочинів [36, с. 783].

Як вже зазначалось, ч. 1 ст. 232-1 КК як самостійну форму вчинення описаного в цій нормі злочину передбачає незаконне розголошення інсайдерської інформації. Однак у ст. 45 Закону від 23 лютого 2006 р. незаконне розголошення інсайдерської інформації безпосередньо не фігурує в переліку заборонених дій. На думку Ю.Г. Старовойтової, це обумовлено тим, що незаконна передача інсайдерської інформації та незаконне надання доступу до неї, які передбачені в законодавчому переліку заборонених діянь, є за своєю соціально-правовою суттю розголошенням. У зв'язку з цим авторка висуває слушну пропозицію виключити зі ст. 232-1 КК України вказівку на такі форми, як незаконна передача інсайдерської інформації та незаконне надання доступу до такої інформації, оскільки вони є різновидами розголошення [37, с. 483–484]. Імпонує ця пропозиція Р.А. Волинцю. Щоправда, у редакції ст. 232-1 КК України, сформульованій цим науковцем, передача інсайдерської інформації та надання доступу до неї чомусь продовжують фігурувати (поряд із розголошенням інсайдерської інформації) [25, с. 201, 343, 387].

В юридичній літературі зустрічається й альтернативний підхід до вдосконалення досліджуваної кримінально-правової заборони. Так, М.В. Карчевський висловлюється за те, що залишити у диспозиції поліпшеної ч. 1 ст. 232-1 КК України вказівку лише на незаконне надання з використанням інсайдерської інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів). Водночас пропонується запровадити загальну (щодо низки статей кримінального закону) заборону (ст. 361-2), в якій би йшлося про незаконне надання доступу до таємної, службової або конфіденційної інформації, якщо воно спричинило умисне істотне порушення реалізації прав, свобод або законних інтересів окремих фізичних осіб, або державних чи громадських інтересів, або діяльності юридичної особи [38, с. 6, 20, 21, 25, 28]. З урахуванням того, що інсайдерська інформація є різновидом конфіденційної інформації, викладений варіант вдосконалення КК України також видається прийнятним. Щоправда, залишення у сформульованій М.В. Карчевським редакції диспозиції ч. 1 ст. 232-1 КК України традиційної криміноутворювальної ознаки видається сумнівним (див. про це нижче).

Незаконне використання інсайдерської інформації у спосіб, передбачене як ч. 1, так і ч. 2 ст. 232-1 КК України, визнається злочином, якщо воно призвело до отримання особою, яка вчинила незаконні дії, чи третіми особами необґрунтованого прибутку в значному розмірі, уникнення учасником фондового ринку чи третіми особами значних збитків або до заподіяння значної шкоди охоро-

нюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб. З примітки ст. 232-1 КК України випливає, що значна шкода, заподіяна фізичним та юридичним особам незаконним виростанням інсайдерської інформації, як ознака об'єктивної сторони складу аналізованого злочину носить саме і тільки матеріальний характер. Ставиться до такої законодавчої новели варто критично, оскільки нематеріальні суспільно небезпечні наслідки незаконного використання інсайдерської інформації можуть бути для фондового ринку не менш вагомими (зрив ділових переговорів, припинення біржових торгів, зміна організаційної структури юридичної особи, підрив ділової репутації учасника фондового ринку тощо).

Значна шкода з точки зору кваліфікації за ст. 232-1 КК України може охоплювати як пряму дійсну шкоду (збитки від знецінення вартості цінних паперів або від придбання контрольного пакету акцій за завищеною ціною тощо), так і неодержані доходи. Наприклад, особі завдається шкода через те, що вона могла б одержати кращу ціну, якби інсайдерська інформація була розкрита до вчинення правочину з цінними паперами, або взагалі утрималася б від вчинення такого правочину. «... якщо в ході розслідування кримінальної справи буде з'ясовано, що у разі незаконного використання інсайдерської інформації умислом винного охоплювалось перешкоджання певній особі, наприклад, емітенту цінних паперів, в отриманні доходів, які ця особа б реально одержала за звичайних обставин (було укладено попередні договори купівлі-продажу цінних паперів або їхнього розміщення; прийнято рішення про виплату дивідендів тощо), то ця упущена вигода повинна враховуватись винному як суспільно-небезпечні наслідки його дій. Упущена вигода в такому випадку полягатиме у тих доходах, які б реально одержав учасник ринку цінних паперів, якби винний не вчинив незаконного використання інсайдерської інформації» [39, с. 349].

Називати отримання необґрунтованого прибутку в значному розмірі та уникнення значних збитків суспільно небезпечними наслідками незаконного використання інсайдерської інформації [36, с. 783], на нашу думку, неправильно. Адже під наслідком як обов'язковою ознакою об'єктивної сторони злочинів із матеріальним складом у кримінальному праві традиційно розуміють шкоду, спричинену злочинним діянням охоронюваним кримінальним законом відносинам. Прибуток у значному розмірі, як і уникнення значних збитків, що фігурують у ст. 232-1 КК України як криміноутворювальні ознаки, – це менш проблемні з погляду встановлення показники масштабів злочинної поведінки, однак не шкода, заподіяна злочином відносинам у сфері господарської діяльності. Таким чином, склад злочину, передбаченого і ч. 1, і ч. 2 ст. 232-1 КК України, за своєю законодавчою конструкцією є підстави визнати формально-матеріальним.

Подібні міркування під час аналізу об'єктивної сторони складів злочину, передбаченого ст. 185-6 КК РФ «Неправомірне використання інсайдерської інформації», висловлює Н.О. Лопашенко. Йдеться про те, що матеріальний склад неправомірного використання інсайдерської інформації пов'язаний із заподіянням значної шкоди громадянам, організаціям або державі, а формальний – з одержанням доходу або уникненням збитків у великому розмірі. Одержання доходу, як правило, не належить до наслідків; останні в структурі об'єктивної сторони складу будь-якого злочину полягають у заподіянні реальної шкоди об'єкту, охоронюваному кримінальним правом. Одержання особистої вигоди в результаті неправомірної поведінки наслідком визнано бути не може [40, с. 363, 364]. Для цілей кримінально-правової кваліфікації варто надавати перевагу критерію доходу, отриманого інсайдером, оскільки він дозволяє значно знизити стандарт доказування, не визначаючи при цьому шкоду [41, с. 93].

У цьому разі чинні законодавчі положення певною мірою співзвучні напрацюванням науковців. Якщо у випадку існування прямих договірних відносин між продавцем і покупцем встановити конкретного потерпілого від дій певного інсайдера нескладно, то зробити це на фондовому ринку, який є анонімним (знеособленим) і на якому далеко не завжди можна визначити, хто виступив контрагентом інсайдера, – проблематично. В.В. Саєнко справедливо зауважує, що інсайдерські операції з цінними паперами вирізняються саме тим, що при їх здійсненні складно (практично неможливо) встановити причинно-наслідковий зв'язок між поведінкою інсайдера і шкодою, заподіяною у певний проміжок часу конкретному інвестору або емітенту [24, с. 36–38, 205–210].

У зв'язку з цим О.О. Кашкаров висунув слушну пропозицію перетворити аналізований склад злочину з матеріального у формальний. Пояснювалось це множинністю чинників на фондовому ринку та, як наслідок, складністю встановлення причинного зв'язку між діями винного і настанням істотної матеріальної шкоди (обов'язкова ознака об'єктивної сторони складу злочину, передбаченого попередньою редакцією ст. 232-1 КК), а також неможливістю розроблення відповідної методики [42, с. 5, 13, 17]. Переконливі аргументи на користь конструювання основного складу злочину «Незаконне використання інсайдерської інформації» як формального та одночасного виключення з КУпАП ст. 163-9 «Незаконне використання інсайдерської інформації» формулює Р.А. Волинець, який, серед іншого, привертає увагу до того, що законодавство ЄС не вимагає, щоб кримінально-правова заборона, присвячена незаконному використанню інсайдерської інформації, обов'язково передбачала настання суспільно небезпечних наслідків [25, с. 30, 204, 206–208, 343–344, 350, 387].

Як випливає з ч. 2 ст. 3 Регламенту ЄС «Про зловживання на ринку», для цілей цього документа інсайдерські угоди виникають, якщо особа володіє внутрішньою інформацією і використовує її в разі придбання чи розпорядження, за свій рахунок або за рахунок третьої особи, прямо або опосередковано, фінансовими інструментами, яких ця інформація стосується. Дія зазначеної норми поширюється на будь-яких осіб, які володіють інсайдерською інформацією внаслідок: 1) обіймання посади члена управління або контролюючих органів емітента або учасника ринку, який має дозвіл на емісію; 2) володіння часткою в капіталі емітента або учасника ринку, який має дозвіл на емісію; 3) наявності доступу до інформації шляхом працевлаштування, виконання професійних обов'язків; або 4) участі у злочинній діяльності. Ця стаття застосовується також до будь-якої особи, яка володіла внутрішньою інформацією на підставі інших, ніж перераховані вище, обставин, якщо особа при цьому усвідомлювала, що така інформація є інсайдерською [33].

Щодо України, то за ст. 232-1 її КК можуть нести відповідальність особи, вказані у ч. 3 примітки цієї статті, а саме: посадові особи емітента, у тому числі ті, які були посадовими особами емітента на момент ознайомлення з інсайдерською інформацією; особи, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням ними трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань незалежно від відносин з емітентом, у тому числі співробітники професійних учасників фондового ринку; державні службовці, яким інсайдерська інформація відома внаслідок виконання ними посадових (службових) обов'язків; особи, які ознайомилися з інсайдерською інформацією неправомірним шляхом; аудиторів, нотаріусів, експерти, оцінювачів, арбітражні керуючі або інші особи, які виконують надані законом публічні повноваження.

Для порівняння: законодавство європейських країн усвідомлює за американським розрізненням так званих первинних і вторинних інсайдерів. Первинні інсайдери – це фізичні особи, які мають безпосередній доступ до інсайдерської

інформації внаслідок існуючих правовідносин із законним власником інсайдерської інформації чи на іншій законній підставі. Вторинними інсайдерами визнаються особи, які отримали інсайдерську інформацію від третіх осіб (безпосередньо або опосередковано), тобто ними можуть бути особи, які не мають жодних правовідносин із власником цієї інформації. У будь-якому разі застосування санкцій до вторинних інсайдерів передбачає, що вони знали або щонайменше повинні були знати про наявність у використуваній ними інформації «інсайдерської» складової [11, с. 92].

Загалом ми погоджуємось з А.М. Ришелюком, на думку якого аналіз наведеного у примітці ст. 232-1 КК України переліку осіб свідчить, що «фактично суб'єктом цього злочину може бути будь-яка особа, якій відома інсайдерська інформація, незалежно від її відносин з емітентом цінних паперів або від того, яким чином відповідна інформація стала відома особі» [36, с. 784].

Виходить, що злочинном, передбаченим ст. 232-1 КК України, визнається у тому числі вторинна інсайдерська діяльність – діяльність осіб, які не мають безпосереднього доступу до інсайдерської інформації та не пов'язані з емітентами цінних паперів трудовими (службовими) або договірними відносинами, але які взнали інсайдерську інформацію в силу виконуваної роботи (водії таксі, прибиральники, інші працівники обслуговуючого персоналу тощо). Навіть якщо такі особи не знали і за обставинами справи не повинні були знати, що певна інформація надійшла їм саме від інсайдера, вони мають визнаватись суб'єктами розглядуваного злочину.

Неоднозначність зберігається хіба що в частині визнання суб'єктом злочину так званого випадкового набувача, який взнає інсайдерську інформацію не у зв'язку з виконанням трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань. Наприклад, особи інсайдерську інформацію добровільно повідомив близький родич – працівник емітента або особа випадково почула відповідну інформацію. З одного боку, і такий набувач інформації є особою, яка володіє інсайдерською інформацією. З іншого, він, вочевидь, не підпадає під жодну з категорій осіб, названих у примітці ст. 232-1 КК України, а тому не може нести відповідальність на підставі цієї кримінально-правової норми як виконавець. І така ситуація схиляє до думки про те, що суб'єкт аналізованого злочину на сьогодні є все ж не загальним, а спеціальним.

Будучи переконаним у тому, що коло осіб, спроможних нести кримінальну відповідальність за незаконне використання інсайдерської інформації, має визначатись не кримінальним, а регулятивним законодавством, М.М. Сивак запропонував вилучити ч. 3 з примітки ст. 232-1 КК України, передбачивши у Законі від 23 лютого 2006 р. перелік осіб, зобов'язаних зберігати у таємниці інсайдерську інформацію, не надавати доступу до неї або не надавати з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів) [43, с. 117–118]. Фактично проблему визначення суб'єкта пропонується вирішувати саме і тільки під кутом дотримання правил законодавчої техніки, «розвантажуючи» текст кримінального закону (а так само КУпАП) і позбавляючи його (їх) громіздкого і казуїстичного переліку осіб, спроможних нести відповідальність за незаконне використання інсайдерської інформації. Однак змістовне розв'язання цієї проблеми передбачає насамперед підтвердження (або спростування) доктринальної тези про об'єктивну неможливість вичерпного перерахування осіб, які можуть бути інсайдерами [8, с. 16].

Позиція Р.А. Волиня з розглядуваного питання кримінально-правової характеристики незаконного використання інсайдерської інформації виглядає суперечливою. Так, згаданий дослідник переймається уточненням формулювання, наведеного у ч. 3 примітки ст. 232-1 КК

України, яка містить коло осіб, спроможних нести відповідальність за аналізований злочин, і пропонує *de lege ferenda* власний конкретизований перелік його виконавців [25, с. 358–360, 389–390]. Однак на с. 244 своєї кваліфікаційної праці науковець зазначає, що «доцільно було б взагалі виключити п. 3 цієї примітки та визначити, що суб'єкт незаконного використання інсайдерської інформації є загальним» [25, с. 170]. До речі, на користь останньої тези вказує і зарубіжний досвід: як повідомляє І.А. Клепицький, широке розуміння інсайдера як будь-якої особи, яка так чи інакше одержала інсайдерську інформацію, характерне практично для всіх країн Європейського Союзу (за винятком Данії і Нідерландів); конкретизовані переліки тут недоречні [2, с. 8, 11].

Досвід США в частині протидії інсайдерським зловживанням. На відміну від законодавства європейських країн, у США легальне визначення поняття інсайдерської інформації відсутнє. Відповідно, дефініцію інсайдерської інформації варто синтезувати через поняття «інсайдерська торгівля» (*insider trading*) та «інсайдерська діяльність» (*insider dealing*). При цьому інсайдерською визнається торгівля фінансовими інструментами, що ґрунтується на непублічній істотній інформації; остання може стосуватись не лише поточної економічної діяльності певної компанії, а й майбутніх правочинів, які можуть вчинятись на підставі такої інформації (тобто інформація повинна бути релевантною) [8, с. 26–27].

Однією з найбільш резонансних кримінальних справ, пов'язаних з використанням інсайдерської інформації, на сучасному етапі розвитку фондового ринку США вважається справа нью-йоркського інвестора-мільярдера Раджа Раджаратнама. Він у період з 2003 по 2009 рр. систематично використовував непублічну інформацію, яка стосувалась економічних прогнозів, корпоративних злиттів і поглинань, а також інших ділових процесів, тобто інсайдерську інформацію. Її засуджений одержував у формі поради (повідомлень) від працівників і партнерів корпорацій, інвестиційних фондів і брокерських компаній. Серед американських корпорацій, акціями яких Раджаратнам активно торгував, були й такі гіганти, як «Goldman Sachs», «Intel», «IBM», «Polycorn», «AMD». Федеральний суд Південного округу штату Нью-Йорк установив, що Раджаратнам вчинив незаконні дії на фондовому ринку в співучасті з іншими особами – переважно топ-менеджерами інвестиційних і консалтингових фірм, а також працівниками публічних компаній. Інші співучасники уклали з обвинуваченим угоди про визнання вини. Сума незаконно одержаного за результатами інсайдерських операцій доходу становила декілька десятків мільйонів доларів. Вироком суду Раджаратнама було засуджено до рекордних 11 років позбавлення волі, штрафу в розмірі 10 млн. дол. і конфіскації майна на суму 53,8 млн. дол. [44].

Цей вирок і по сьогодні залишається найсуворішим серед усіх вироків, винесених у справах про незаконне використання інсайдерської інформації. Після його винесення федеральний прокурор Південного округу штату Нью-Йорк зазначив, що незаконна інсайдерська торгівля цінними паперами повинна бути табу для всіх тих, хто вірить чи спирається на вільний ринок. Така протиправна діяльність вводить в оману звичайного інвестора, шкодить фінансам і репутації компаній, інформацію яких викрали та використали, і врешті-решт негативно позначається не лише на прозорості фондового ринку, а й загалом на дотриманні принципу верховенства права [45].

На сторінках юридичної літератури інколи зустрічаються критичні зауваження на адресу американської моделі кримінально-правової протидії відповідним зловживанням: 1) надзвичайно великий вплив суддівського та адміністративного розсуду: рішення судів у справах про інсайдерські зловживання можуть ухвалюватися на основі діаметрально протилежних процесуальних під-

ходів із використанням положень різного матеріального права, що призводить до формування суперечливої судової практики; 2) більшість американських менеджерів володіють акціями своїх компаній, чим заохочується їх зацікавленість у результатах роботи компанії; водночас вони мають доступ до закритої інформації про компанію і можуть використовувати ці знання в незаконних цілях [11, с. 92]. Наш аналіз американського законодавства про відповідальність за інсайдерські зловживання і практики його застосування не дозволяє погодитись із висловленими зауваженнями.

По-перше, складно уявити собі роботу федеральних судів США в такому собі «розбалансованому», непослідовному режимі – шляхом звернення до протилежних процесуальних підходів із використанням при цьому положень різного матеріального права. Так, процесуальні підходи, як і тлумачення обов'язкових ознак інсайдерських зловживань, можуть відрізнитись – здебільшого на рівні окремих федеральних апеляційних округів. Це абсолютно нормальна практика і, до речі, не лише для американських судів. Для цього і функціонує американська модель динамічного загального права: неоднозначне тлумачення норм матеріального та процесуального права усувається шляхом перегляду суперечливої практики апеляційними судами чи врешті-решт ВС США. На цьому фоні твердження про те, що за однакових обставин один суд зробить висновок про наявність складу («інсайдерського») злочину, а інший – про його відсутність, видається неспроможним. Теоретично така ситуація можлива, однак лише на нетривалий час, доки непослідовна практика не стане предметом уніфікованого і, підкреслимо, неминучого перегляду судом вищої інстанції. Тим більш незрозумілою видається теза про те, що матеріальне право може бути різним. Насправді в США воно єдине і консолідоване в конкретних нормах кримінального і регулятивного законодавства; можливо, воно дещо суперечливе за своїм змістом і в нашому розумінні розпливчасте, однак це вже питання іншого характеру.

По-друге, жодного криміналу в тому, що менеджери (і не лише представники управлінської ланки) американських компаній володіють певними пакетами їх акцій, немає. Існують потенційні загрози кримінально-правового характеру, однак вони на рівні всього лише ймовірності пронизують весь американський бізнес та й взагалі правовідносини в суспільстві. У будь-якій сфері економічних правовідносин (у нашому випадку – на фондовому ринку) завжди будуть діяти учасники, які не бажають «грати» за встановленими правилами, обираючи шлях їх порушення. І це не є приводом для заборони певної практики, тим більше, економічно обгрунтованої – такої, як стимулювання лояльності та кращих показників діяльності менеджерів компанії. Тим більше, що просте порційне порівняння загальної кількості притягнутих у США до кримінальної відповідальності інсайдерів і кількості корпоративних управлінців, які володіють інсайдерською інформацією та одночасно пакетами акцій своїх компаній, переконує в тому, що порушення тут є одиничними, і вони не здатні поколивати позитивну, економічно обгрунтовану практику володіння умовно інсайдерськими пакетами акцій.

Далі розглянемо підстави кримінальної відповідальності за незаконне використання інсайдерської інформації в США. Ознаки цієї кримінально каранної поведінки у неконкретизованому вигляді описані в § 78ff «Санкції» розділу 15 Зібрання законів США (далі – 33 США; офіційна назва розділу – «Комерція та торгівля»). Зокрема, в ч. (а) § 78ff зазначено, що будь-яка особа, яка умисно порушує будь-яке положення глави 2В «Фондові біржі» розділу 15 33 США (крім розділу 78dd–1 цього розділу), або будь-яке правило чи положення, дотримання яких вимагається відповідно до умов цього розділу, або будь-

яка особа, яка умисно і свідомо робить будь-яке повідомлення в будь-якій заявці, звіті або документі, що підлягають поданню згідно з цією главою або будь-яким правилом або положенням, якщо таке повідомлення було завідомо неправдивим або вводило в оману стосовно будь-якого матеріального (істотного) факту, у разі засудження може бути оштрафована не більше ніж на 5 млн. дол. або позбавлена волі на строк не більше 20 років, або до неї будуть застосовані обидва покарання. У разі вчинення кримінального правопорушення юридичною особою максимальний розмір штрафу становитиме 25 млн. дол. У цій же нормі зазначено, що жодна особа не може бути позбавлена волі за порушення будь-якого правила або положення, якщо вона доведе, що не знала про таке правило або положення [46]. Буквальне тлумачення цього застереження дозволяє стверджувати, що в такому випадку кримінальна відповідальність все одно має наставати, однак може бути застосоване лише покарання у виді штрафу

Викладений кримінально-правовий припис має складну, багаторівневу і до того ж бланкетну природу, зобов'язуючи правозастосувача з метою встановлення ознак кримінально каранної поведінки передусім звертатись до положень § 78j «Маніпулятивні та обманні способи» Розділу 15 33 США. Ця федеральна норма містить безпосереднє застереження про незаконність дій будь-якої особи, яка прямо чи опосередковано, за допомогою будь-яких засобів або інструментів торгівлі між штатами чи поштового зв'язку, або будь-якого об'єкта будь-якої національної біржі цінних паперів: а) здійснює короткі продажі або використовує чи застосовує будь-який порядок припинення втрат у зв'язку з купівлею або продажем будь-якого цінного паперу, крім державного, всупереч тим правилам і положенням, які КЦПФР США встановила як необхідні в інтересах суспільства або для захисту інвесторів; б) використовує у зв'язку з купівлею або продажем будь-якого цінного паперу, зареєстрованого чи незареєстрованого на національній фондовій біржі, або будь-якої своп-угоди на основі цінних паперів *будь-якого маніпулятивного або обманного способу або схеми* (курсив наш – О.Д., Д.К.) у порушення тих правил і положень, які КЦПФР США встановила як необхідні в інтересах суспільства або для захисту інвесторів [47].

Із наведеного випливає висновок про те, що єдиної кримінально-правової заборони, яка б більш-менш чітко описувала ознаки інсайдерських зловживань, федеральне законодавство США не містить, по суті віддаючи цю конкретику на «відкуп» нормотворчості КЦПФР США, а також відповідній прецедентній практиці федеральних судів. Останні тлумачать, застосовують та зобов'язують дотримуватися правил КЦПФР США про інсайдерство як де-факто норм кримінального права. У цьому, до речі, полягає ключова відмінність американської практики від європейського і, зокрема, українського підходів, які передбачають (хоч і з різним рівнем конкретизації) закріплення криміноутворювальних ознак зловживання з інсайдерською інформацією у національному кримінальному законі.

Ключовим серед правил, про обов'язковість виконання яких йдеться в згаданій вище забороні, є Правило КЦПФР США 10b-5 (далі – Правило 10b-5). Ухвалене на виконання § 10(b) Акту про фондові біржі 1934 р. Правило 10b-5 забороняє будь-якій особі у зв'язку з продажем чи придбанням будь-якого цінного паперу, прямо чи опосередковано, із використанням будь-яких засобів або інструментів торгівлі між штатами, або поштових відправлень або будь-якого об'єкта будь-якої національної фондової біржі цінних паперів альтернативно вчиняти одне з трьох діянь: 1) використовувати будь-який спосіб, схему або метод шахрайства; 2) неправдиво повідомляти про будь-яку істотну обставину або замовчувати істотну обставину, необхідну для правдивої офіційної заяви; 3) брати участь у будь-яких діях, поведінці або діловій практиці, які визна-

ються чи можуть визнаватись проявом шахрайства або обману будь-якої особи у зв'язку з купівлею або продажем будь-якого цінного паперу [48].

Семюел Буел дещо алегорично порівнює функціональність Правила 10b-5, покликаного протидіяти проявам шахрайства з цінними паперами, із швейцарським ножом. Його завданнями є попереджати, регулювати, забороняти, штрафувати, застосовувати суспільний осуд, компенсувати та ще багато чого – все це певною мірою змішує коректне розуміння змісту та призначення вказаної норми. Дослідник додає, що термін «шахрайство з цінними паперами» є узагальнюючим, оскільки позначає широке коло проявів протиправного поведінки як у кримінально-правовому, так і в цивільно-правовому та адміністративно-правовому сенсі. Таке шахрайство з концептуальної точки зору повинно охоплювати як традиційні форми обману, так і більш складні, завуальовані форми перекручування істини, приховування інформації та введення інших осіб в оману. Унаслідок тривалої (понад сімдесят років) практики судової апробації правила про шахрайство з цінними паперами його судова і наукова інтерпретації зазнали помітних змін [49, с. 540–541].

У 1961 р. КЦПФР США винесла рішення в адміністративній справі проти брокерської компанії «Caddy, Roberts & Co.», де запропонувала традиційний підхід до розуміння заборони щодо розголошення інсайдерської інформації в контексті застосування Правила 10b-5. Підхід регулятора ґрунтується на двох ключових положеннях: 1) існування відносин, які дають доступ, прямо чи опосередковано, до інформації, призначеної лише для внутрішнього, корпоративного користування, а не для використання в особистих цілях; 2) прояв очевидної несправедливості у ситуаціях, коли особа отримує вигоду від використання такої інформації, усвідомлюючи при цьому, що вона недоступна іншим особам, з якими вона має ділові стосунки [50].

Суди згодом розвинули це правило у більш широкий формат під назвою «розкрий або утримайся». Ось як його охарактеризував апеляційний суд другого округу в справі «SEC v. Texas Gulf Sulphur»: будь-яка особа, яка володіє інсайдерською інформацією, повинна або розкрити її всій спільноті інвесторів, або, якщо вона не може розкрити таку інформацію з метою захисту корпоративної (комерційної) таємниці чи просто не бажає розкрити її, вона повинна утриматись від торгівлі чи пропозиції щодо цінних паперів до тих пір, поки інформація залишається нерозкритою.

Далі спробуємо визначити зміст ключової криміноутворювальної ознаки («будь-який маніпулятивний або обманний спосіб чи схема»). Її нормативне визначення закріплене в § 240.10b5-1 «Торгівля на підставі матеріальної непублічної інформації» Кодексу федеральних правил США – кодифікованої збірки основних постанов і наказів органів федеральної виконавчої влади, фактично зібрання адміністративних регуляторних актів. У ч. (а) вказаної норми зазначено, що «маніпулятивні та обманні схеми», заборонені § 78j, охоплюють, серед іншого, купівлю або продаж цінного паперу будь-якого емітента, на підставі матеріальної непублічної інформації про такий цінний папір або емітента, що порушує обов'язки довіри або конфіденційності на користь безпосередньо чи опосередковано емітента такого цінного паперу або акціонерів цього емітента, або будь-якої іншої особи, яка є джерелом матеріальної непублічної інформації. У ч. (b) § 240.10b5-1 додатково зазначено, що придбання або продаж цінних паперів емітента вважаються зробленими на підставі матеріальної непублічної інформації про цінний папір або його емітента, якщо особа, яка здійснює відповідну купівлю або продаж, знала про матеріальний і непублічний характер інформації, коли здійснювала таку покупку або продаж [51].

Звертає на себе увагу та обставина, що 240.10b5-1(c) (1)(i) містить вичерпний перелік захистів від пересліду-

вання за підозрою в торгівлі цінними паперами на підставі інсайдерської інформації. Зокрема, у § 240.10b5-1(c) (1)(i)(A) зазначено, що купівля чи продаж цінного паперу не були здійснені на підставі матеріальної непублічної інформації, якщо особа доведе, що до того моменту, як їй стала відома така інформація, вона: 1) уклала контракт про купівлю чи продаж цінних паперів; 2) наказала іншій особі купити чи продати цінний папір на чи з особистого рахунку; 3) запровадила письмовий план щодо торгівлі цінними паперами. Далі, § 240.10b5-1(c)(1)(i)(B) вимагає, щоб загаданий у попередній частині контракт, наказ чи план альтернативно: 1) містив детальну інформацію про кількість, вартість цінних паперів, які необхідно придбати або продати, а також дату відповідної операції; 2) містив письмову формулу або алгоритм, або комп'ютерну програму для визначення кількості, вартості цінних паперів, які необхідно придбати або продати, а також дати відповідної операції; 3) не дозволяв особі здійснювати будь-який подальший вплив на те, як, коли і чи здійснювати покупку або продаж; якщо, крім того, будь-яка інша особа, яка відповідно до контракту, наказу чи плану здійснювала такий вплив, не була обізнана про матеріальну непублічну інформацію. Нарешті, § 240.10b5-1(c)(1)(i)(C) містить третю обов'язкову вимогу про те, що придбання або продаж були здійснені виключно в межах, визначених відповідним контрактом, інструкцією або планом [51].

Як бачимо, у § 240.10b5-1(c) міститься складна нормативна вимога до суб'єктів операцій із цінними паперами, яка спирається на три ключові вимоги, що, своєю чергою, містять декілька альтернативних уточнюючих вимог. З одного боку, тут чітко спостерігається економічно обґрунтований підхід, у межах якого виключаються випадки купівлі/продажу цінних паперів на підставі матеріальної непублічної інформації. З іншого, в суто юридичному сенсі проводиться чітко сформована межа між незаконною інсайдерською торгівлею і легітимними операціями з цінними паперами. Вартує уваги ще й та обставина, що § 240.10b5-1(c)(1)(i) застосовується лише в тому разі, коли контракт, наказ або план купівлі або продажу цінних паперів було надано або укладено *добросовісно*, а не як частина плану чи схеми для ухилення від накладених цієї нормою обмежень (про це йдеться в § 240.10b5-1(c) (1)(ii)). Через звернення до вимоги про добросовісність (чесність) поведінки учасника фондового ринку федеральний регулятор використовує додатковий юридичний запобіжник для унеможливлення протиправної поведінки.

Використана в § 78j Розділу 15 ЗС США ключова ознака використання маніпулятивних та обманних способів охоплює три види злочинів проти фондового ринку: 1) маніпулювання на фондовому ринку; 2) незаконне використання інсайдерської інформації; 3) шахрайство на фондовому ринку (зокрема, шахрайство з документами офіційної звітності емітента). Конгрес США у такий спосіб створив універсальний тандем із двох норм – регулятивної § 78j та кримінально-правової 78ff, які повинні в сукупності забезпечувати комплексний, універсальний захист фондового ринку від трьох основних форм протиправних посягань на нього.

На користь зробленого висновку вказує і текст спеціальної примітки § 78j. Тут зазначено, що правила, опубліковані в частині (b) цієї норми, які забороняють шахрайство, маніпулювання або інсайдерську торгівлю (за виключенням правил, які встановлюють або визначають вимоги до звітування чи ведення обліку, процедури або стандарти як профілактичні заходи проти шахрайства, маніпулювання або інсайдерської торгівлі), а також юридичні прецеденти, ухвалені на виконання частини (b) та пов'язані з цими прецедентами правила, які підлягають оприлюдненню, які забороняють шахрайство, маніпулювання або інсайдерську торгівлю, застосовуються до своєї угоди на основі цінних паперів тією ж мірою, якою вони застосовуються до цінних паперів.

Викладений підхід є оригінальним і, як свідчить практика, дієвим, особливо з урахуванням тієї обставини, що дві згадані норми 33 США описують лише загальні вимоги і заборони до учасників фондового ринку, зміст яких конкретизовано (з урахуванням принципу ієрархії юридичної сили нормативних актів) у положеннях Кодексу федеральних правил США. Більше того: хоч в європейських країнах, включаючи Україну, кримінальна відповідальність за маніпулювання та інсайдерство передбачена в різних законодавчих заборонах, в європейському правовому просторі використовується широке (сукупне) поняття «зловживання ринком».

У кримінальній справі «United States v. O'Hagan» (1997 р.) ВС США звернув увагу на те, що існують два окремі та водночас взаємодоповнюючі фидуціарні зв'язки, які можуть бути підставою для порушення кримінальної справи у зв'язку з інсайдерською торгівлею цінними паперами. Перший зв'язок (між корпоративними «інсайдерами» та акціонерами) іменується класичною теорією інсайдерської торгівлі. Другий зв'язок охоплює корпоративних «аутсайдерів» і «внутрішню» джерело матеріальної непублічної інформації; він охоплюється теорією незаконного привласнення. Наразі обидві теорії зловживання фидуціарними зв'язками виступають доктринальним обґрунтуванням кримінальної відповідальності за інсайдерські зловживання в США. Пропонуємо «заглянути всередину» кожної теорії з метою виявлення її переваг і вад.

Відповідно до класичної теорії інсайдерської торгівлі кримінальна відповідальність повинна наставати у випадках, коли корпоративний інсайдер придбаває чи продає цінні папери на підставі матеріальної непублічної інформації. Отже, притягувати до кримінальної відповідальності за цією теорією можна лише тих інсайдерів, які мають фидуціарний обов'язок перед акціонерами корпорації. У згаданій вище справі ВС США виробило правило поведінки представника компанії в разі отримання конфіденційної (інсайдерської) інформації: така особа зобов'язана розкрити непублічну інформацію про діяльність компанії або утриматись від купівлі/продажу цінних паперів на підставі такої інформації. Звернемось до судової практики.

У серпні 2012 р. Роберта Рамнаріна було звинувачено у вчиненні трьох епізодів шахрайства з цінними паперами. Обіймаючи посаду заступника секретаря департаменту фондових ринків фармацевтичної корпорації «Bristol-Myers Squibb» (далі – BMS), Рамнарін аналізував фінансовий стан компанії, у придбанні яких BMS була зацікавлена. Маючи перед своєю компанією обов'язок не розголошувати і не використовувати на свою чи користь третіх осіб будь-яку матеріальну непублічну інформацію про діяльність BMS, Рамнарін порушив його шляхом використання відомої йому інсайдерської інформації всупереч інтересам компанії. Слідство встановило, що протягом 2010–2012 рр. обвинувачений, використовуючи відому йому інсайдерську інформацію, здійснив торгівлю цінними паперами трьох компаній. Сукупний незаконно одержаний Рамнаріном доход склав 311 тис. 361 дол. Більше того: Роберт Рамнарін намагався приховати нелегальну торгівлю цінними паперами. Про це свідчили перехоплені ФБР електронні дані: зі свого робочого комп'ютера обвинувачений неодноразово надсилав запити в мережі Інтернет і відвідував професійні сайти та блоги з питань використання інсайдерської інформації під час торгів на фондовому ринку, а також вивчав інформацію про способи приховування цих фактів від правоохоронних органів [52].

Американські суди традиційно розглядають нерозкриття інсайдерської інформації як один із проявів так званих обманних способів (англ. – *deceptive device*, дослівний переклад – «шахрайський механізм») у розумінні згаданого вище § 78j розділу 15 33 США. Саме в такий спосіб інсайдери одержують несправедливу перевагу над

іншими акціонерами під час укладання угод із цінними паперами. Звідси випливає, що в разі повідомлення іншим акціонерам про своє бажання торгувати акціями на підставі непублічної інформації, поєднаної з її одночасним оприлюдненням, кримінальна відповідальність наставати не повинна.

Крім так званих традиційних інсайдерів, тобто осіб, які безпосередньо працюють в корпорації та мають доступ до внутрішньої непублічної інформації, класична теорія інсайдерської торгівлі охоплює і так званих тимчасових інсайдерів, а також третіх осіб, які отримали інсайдерську інформацію безпосередньо від інсайдерів. До перших належать андеррайтери, адвокати, аудиторі, консультанти, інші фахівці, яким надано тимчасовий доступ до будь-якої інсайдерської інформації через виконання професійних обов'язків. Такі особи визнаються тимчасовими фидуціаріями корпорації, а отже, не повинні розкривати відому їм інсайдерську інформацію. Як зазначалось вище, ст. 232-1 КК України доречно враховує таку особливість суб'єктного складу інсайдерських зловживань.

Своєю чергою, треті особи, яким стала відома інсайдерська інформація, підлягають у США кримінальній відповідальності за наявності п'яти умов: 1) інформатор (носії інсайдерської інформації) володів матеріальною непублічною інформацією, яка стосується діяльності корпорації; 2) інформатор надав таку інформацію третій особі; 3) третя особа взяла участь у торгівлі цінними паперами під час володіння інсайдерською інформацією; 4) третя особа знала чи повинна була знати про те, що інформатор порушив довірчі відносини з корпорацією, коли передав інформацію; 5) інформатор одержав вигоду (як майнового, так і немайнового характеру) від розкриття інсайдерської інформації третій особі. Переглядаючи рішення у справі «United States v. Evans» (2007 р.), апеляційний суд сьомого округу зазначив, що присяжні могли визнати третю особу винуватою навіть у тому випадку, коли інформатору попередньо було винесено виправдувальний вирок суду в кримінальній справі про змову на інсайдерську торгівлю між інформатором і третьою особою.

Таким чином, американська судова практика визнає можливість засудження третьої особи навіть за умови, що інформатор діяв без умислу – головне, щоб третя особа усвідомлювала при цьому, що шляхом передачі непублічної інформації інформатор порушив вимогу про збереження режиму її конфіденційності.

Заради справедливості зазначимо, що, незважаючи на широке тлумачення судами поняття «інсайдер», американські прокурори мали обмежений успіх у кримінальному переслідуванні порушників інформаційних вимог фондового ринку на підставі класичної теорії. А тому представники державного обвинувачення послідовно лобювали перед суддівським корпусом використання іншої теорії кримінальної відповідальності за інсайдерську торгівлю – теорії незаконного привласнення.

У згаданій вище справі «United States v. O'Hagan» ВС США нарешті вирішив тривалий конфлікт між апеляційними судами стосовно правильного застосування закону шляхом утвердження теорії незаконного привласнення. Відповідно до неї підставою кримінальної відповідальності особи, яка торгує цінними паперами через наявну в неї непублічну інформацію, виступає саме незаконне привласнення такої інформації. Обґрунтовуючи свою позицію, ВС США зазначив, що теорія незаконного привласнення підпадає під дію положень Правила 10b-5, відповідно до яких необхідно встановлювати: 1) обманний спосіб; 2) порушення фидуціарного обов'язку; 3) використання матеріальної непублічної інформації у зв'язку з придбанням чи продажем цінного паперу; 4) вчинення перерахованих дій умисно. При цьому обман через нерозкриття певної інформації, будучи центральним елементом розглядуваної теорії, проявляється в тому, що особа зловжи-

ває конфіденційною інформацією з метою збагачення та одночасно симулює лояльність (відданість) джерелу такої інформації. По суті теорія незаконного привласнення не забороняє учасникам ринку здійснювати операції з цінними паперами, грунтуючись на непублічній інформації. Водночас забороняється торгувати цінними паперами на підставі конфіденційної інформації, якщо особа тим самим зловживає довірчими (або договірними) відносинами із законним власником такої інформації (у більшості випадків – корпорацією).

Розмірковуючи над основними положеннями теорії незаконного привласнення, Барбара Алдаве вказує на її основні відмінності від класичної теорії. Відповідно до останньої корпоративний інсайдер порушує фідучіарний обов'язок перед акціонерами компанії в разі торгівлі цінними паперами на підставі відомої йому конфіденційної інформації. Хоч обидві теорії вимагають встановлення факту порушення фідучіарного обов'язку до акціонерів або до безпосереднього джерела інформації, жодна теорія не забороняє торгівлю інсайдерською інформацією повністю [53, с. 111]. Наприклад, якщо фондові брокери використовують чи надають своїм клієнтам законно одержану непублічну інформацію про цінні папери чи їх компанію-емітента, то підстави для настання юридичної відповідальності відсутні, адже Конгрес у своїх актах проголосив інформаційні переваги учасників фондового ринку однією з гарантій стабільності та прозорості ринку. Отже, ключове питання потрібно формулювати таким чином: чи була інсайдерська інформація одержана та згодом використана в законний чи, навпаки, незаконний спосіб?

У березні 2011 р. Дональд Джонсон, колишній директор аналітичного підрозділу фондової біржі NASDAQ, уклав угоду з обвинуваченням про визнання вини в торгівлі цінними паперами на підставі інсайдерської інформації. Він зізнався в тому, що неодноразово протягом 2006–2009 рр. придбав і продав акції компанії-учасників біржі NASDAQ на підставі інформації з обмеженим доступом. За матеріалами слідства, професійні обов'язки Джонсона включали в себе моніторинг руху цін на акції компанії-учасників NASDAQ, а також надання компаніям інформації та аналітичних досліджень щодо показників обігу їх акцій. Для реалізації цих завдань корпорації періодично надавали Джонсону непублічну матеріальну інформацію про свою діяльність, включаючи прогнози щодо реалізації товарів (послуг), про взаємодію з регуляторними органами, а також кадрові зміни. Обвинувачений зізнався в тому, що він регулярно використовував таку інформацію незадовго до її офіційного оприлюднення під час торгівлі цінними паперами. З метою приховування протиправної діяльності Джонсон торгував акціями компаній через брокерський рахунок дружини, що є прямим порушенням правил NASDAQ. Загальна сума незаконно одержаного доходу склала понад 640 тис. дол. Зокрема, у листопаді 2007 р. Джонсон, володіючи закритою інформацією про успішне тестування корпорацією «United Therapeutics Corporation» нового медичного препарату, придбав акції цієї компанії. Після офіційного оголошення результатів клінічних випробувань обвинувачений продав свої акції, вартість яких істотно зросла. Лише від цієї операції незаконно одержаний обвинуваченим дохід склав 175 тис. дол. [54].

На відміну від ділових відносин, в яких фідучіарні вимоги є ustalеними й зрозумілими як для учасників ринку, так і для правозастосувача, довірчі зв'язки в частині збереження та поширення інформації в приватних відносинах між окремими людьми (особливо якщо це близькі родичі) тривалий час залишались неврегульованими ні законодавцем, ні правозастосувачем. Нарешті у 2000 р. КЦПФР США ухвалила Правило 10b-5(2), що містить відкритий перелік із трьох типових ситуацій, у разі виникнення яких розголошення інсайдерської інформації заборонено: 1) особа прямо обіцяє зберегти інформацію

в таємниці; 2) характер попередніх відносин між сторонами дозволяє зробити висновок про усвідомлення ними необхідності не розкривати інформацію; 3) інформація надається одним із подружжя, батьками, дітьми чи рідними братами (сестрами), крім випадків, коли обставини конкретних родинних стосунків свідчать про відсутність довірчих стосунків.

Так, у цивільній справі «SEC v. Yun» (2003 р.) в інсайдерській торгівлі було звинувачено дружину голови правління корпорації та її друга. Як свідчили матеріали розслідування, Донна Юн, дізнавшись від свого чоловіка Девіда Юна про високу вірогідність падіння вартості акцій корпорації «Scholastic», поділилася цією закритою інформацією з близьким другом і колегою. Останній, скориставшись інформацією, придбав, а згодом продав пакет акцій, одержавши дохід у розмірі 269 тис. дол. Переглядаючи справу в порядку апеляційного оскарження, апеляційний суд одинадцятого округу підтвердив, що представник КЦПФР США надав переконливі докази існування усної домовленості між Донною та Девідом Юном про нерозголошення закритої інформації щодо діяльності корпорації «Scholastic», якою чоловік періодично ділився з дружиною. Також апеляційний суд, незважаючи на протилежну позицію позивача (КЦПФР США) встановив, що на підставі теорії незаконного привласнення, так само як і класичної теорії, у кожній цивільній чи кримінальній справі про інсайдерські зловживання необхідно встановити, що відповідач прагнув отримати винагороду від поширення конфіденційної інформації. Таке очікування можна встановити і непрямым шляхом – через характер професійних чи особистих стосунків, попередню історію фінансових відносин та спільних бізнес-проектів тощо. У резолютивній частині рішення суд підкреслив, що у справі про інсайдерську торгівлю цінними паперами сторона державного обвинувачення повинна послідовно, крок за кроком, встановити всі елементи відповідної теорії відповідальності.

Звертає на себе увагу і те, що елемент вини виступає надійною гарантією того, що теорія незаконного привласнення в контексті інсайдерських зловживань буде застосовуватись прокурорами і судами виважено та відповідально. У § 78ff розділу 15 33 США, як вже зазначалось, зафіксовано, що особу не може бути позбавлено волі за порушення законодавства про цінні папери, якщо вона доведе, що не знала про існування відповідних нормативних вимог чи заборон. Водночас фахівці закидають ВС США невстановлення у своїх останніх рішеннях чітких правил визначення умисної форми вини у діях інсайдера, а також відсутність критеріїв розмежування змісту поняття «умисел» у цивільних та кримінальних справах про інсайдерську торгівлю. При цьому КЦПФР США шляхом внесення змін до Правила 10b-5 дещо уточнила зміст умислу у правопорушеннях цієї категорії, застосувавши законодавче поняття обманного (маніпулятивного) способу під час торгівлі цінними паперами (у вже згаданій інтерпретації § 78j розділу 15 33 США).

Однією з ключових ознак діяння (*actus reus*) «інсайдерської» торгівлі цінними паперами за американським законодавством є факт володіння матеріальною непублічною інформацією. У літературі і професійному сленгу навіть використовується спеціальний термін «біг на випередження» (англ. – *frontrunning*), який позначає ситуації, коли особа законно володіє матеріальною непублічною інформацією, однак неналежним чином використовує її у власних (здебільшого корисливих) цілях шляхом торгівлі цінними паперами і тим самим перешкоджає законним правам та інтересам осіб, які мають право на таку інформацію. Можна виокремити три основні види таких операцій: 1) інвестиційні агенти використовують матеріальну непублічну інформацію для спекуляцій власноруч, без повідомлення своїх клієнтів про такі операції та з використанням фінансових коштів клієнтів; 2) фондові брокери володі-

ють інформацією про те, що клієнти планують здійснити купівлю чи продаж акцій у великих обсягах і використовують цю інформацію для власних біржових операцій на свою користь; 3) «біг на випередження» з боку осіб, професійно не пов'язаних із фондовим ринком, наприклад, журналістів чи працівників судів, які мають доступ до конфіденційної інформації інвесторів і «торгують» за допомогою цієї інформації ще до того, як вона стала публічною.

Водночас без встановлення обов'язкових ознак *mens rea* правозастосувачу у таких ситуаціях не обійтись: для того, щоб визнати особу винуватою у вчиненні злочину, необхідно встановити, що вона свідомо володіла чутливою інформацією і водночас усвідомлювала, що така інформація була матеріальною та непублічною (конфіденційною). У протилежному випадку вчинок власника такої інформації буде невинуватим: якщо особа не знає про те, що інформація є матеріальною та конфіденційною, вона, відповідно, не усвідомлюватиме й те, що використання такої інформації для купівлі (продажу) цінних паперів заподіє шкоду іншим.

Для більш вдалого пояснення цього правила можна змодельовати таку гіпотетичну ситуацію. Під час звичайної розмови двох друзів один може в контексті бесіди на професійні теми необачно розкрити іншому ділову інформацію, яка насправді є конфіденційною. Якщо отримувач інформації згодом використає цю інформацію для особистої купівлі чи продажу акцій компаній, не усвідомлюючи при цьому її конфіденційний характер, то кримінальна відповідальність не наставатиме через відсутність в його діяч обов'язкового для встановлення шахрайського умислу. Подібним чином, якщо інший друг переконаний у тому, що інформація не є важливою, а отже, не має ознаки матеріальності, то в нього немає стану винної свідомості як необхідної для притягнення до кримінальної відповідальності ознаки. Звичайно, у кожній конкретній справі присяжні встановлюватимуть наявність чи відсутність обох «інсайдерських» складових *mens rea* (матеріальності та конфіденційності на підставі процесуального стандарту «поза розумним сумнівом»), однак це вже другорядне питання порівняно з *a priori* наявністю чи відсутністю вини.

Оскільки в США відповідальність за інсайдерські зловживання може бути як цивільно-правовою, так і кримінально-правовою, постає питання про розмежування обох видів правопорушень. В американській фаховій літературі з цього приводу зазначено: враховуючи, що об'єктивні ознаки діяння загалом не викликають питань з боку правозастосовної практики і водночас звертаючи увагу на те, що наразі у федеральній судовій практиці спостерігається «розбалансований» підхід до встановлення ознак *mens rea* інсайдерського злочину, стає очевидним, що саме суб'єктивні елементи повинні стати тим «межовим знаком», який дозволить відрізнити злочинну інсайдерську торгівлю від аналогічного цивільно-правового делікту. На думку Джералдін Мур, інсайдерська торгівля належить до широкого кола злочинів, під час формулювання норм про які федеральний Конгрес по суті знехтував ознакою *mens rea*, тим самим ускладнивши вихідні засади судового тлумачення. Із часом стандарти *mens rea* були піддані впливу корозії, тим самим створюючи підстави для кримінального переслідування там, де класичне кримінальне право злочину не вбачає. Відповідно, загальне зниження юридичного значення цього суб'єктивного елементу стає частиною дедалі більш симптоматичного для американської кримінально-правової політики тренду надмірної криміналізації [55, с. 685].

Показово, що для успішного застосування цивільно-правових санкцій за незаконне використання інсайдерської інформації деякі суди спираються на інкорпоровану в межах Правила 10b-5(1) ознаку свідомого володіння: якщо особа усвідомлює, що наявна в неї інформація є за змістом матеріальною та непублічною, то це вже утворює

презумпцію її використання під час придбання чи продажу цінних паперів. Інакше кажучи, протиправний стан володіння закритою інформацією фактично прирівнюється до інсайдерської торгівлі. І навпаки: для встановлення ознак кримінально караного інсайдерського зловживання одного лише встановлення володіння закритою інформацією недостатньо – необхідно довести, що мало місце фактичне використання цієї інформації на свою або користь інших осіб. Такий підхід за відсутності чітких законодавчих орієнтирів пропагують майже всі суди (за виключенням судів другого апеляційного округу) [56, с. 84–85].

Проведене дослідження дозволяє зробити такі **висновки**.

1. Ефективність кримінально-правової охорони фондового ринку України не в останню чергу залежить від того, наскільки вдало відображено в тексті ст. 232-1 КК України «Незаконне використання інсайдерської інформації» ознаки відповідних зловживань і наскільки текст цієї кримінально-правової заборони узгоджений з положеннями регулятивного законодавства. Попри окремі вади, які висвітлені вище та які варто усунути у спосіб, запропонований доктриною, чинна редакція ст. 232-1 КК України загалом дозволяє давати належну кримінально-правову оцінку інсайдерським зловживанням. Відсутність же відповідної правозастосовної практики пояснюється головним чином не «вузькими місцями» кримінального закону, а особливостями функціонування національного фондового ринку, його нерозвиненістю. Вимушені також повторити, що без розроблення якісної (бажано за участю фахівців НКЦПФР) криміналістичної методики розслідування незаконного використання інсайдерської інформації та професійного застосування цієї методики кваліфікованими правоохоронцями ст. 232-1 КК України і надалі носитиме декларативний характер і залишатиметься «мертвою» заборонаю при тому, що передбачена нею суспільна небезпечна поведінка має місце в сучасній господарській практиці.

2. В США за більш ніж 80-річний період на законодавчому, правозастосовному і доктринальному рівнях напрацьований значний (насправді – найбільший у світі) досвід протидії інсайдерським зловживанням і, зокрема, сформовано великий масив відповідних судових прецедентів, на які передусім орієнтуються правозастосувачі. Цей досвід потребує ретельного вивчення і, частково, запозичення в різних аспектах, що, правда, з урахуванням при цьому належності України до романо-германської правової системи та інших особливостей. Зокрема, з питання кримінально-правової охорони інформаційної складової фондового ринку США маємо можливість спостерігати набагато тіснішу, ніж в Україні, взаємодію положень кримінального та регулятивного законодавства: фактично присвячені інсайдерським зловживанням кримінально-правові заборони є складовою регулятивного законодавства.

3. Аналіз американського, українського та частково іншого європейського досвіду в частині протидії інсайдерським зловживанням переконує в тому, що вдосконалення норм національного законодавства про фондовий ринок повинно здійснюватися за різними напрямками, серед яких: підвищення прозорості в діяльності та управлінні акціонерними товариствами; посилення вимог до звітності і розкриття інформації для суб'єктів, чії акції та інші цінні папери перебувають в обігу на фондовому ринку; забезпечення інвесторам безперешкодного доступу до документів та інформації про великих акціонерів; підвищена увага до операцій з акціями компанії, що здійснюються її працівниками; заборони на суміщення функцій аудиту та консалтингу в одній компанії, тощо. При цьому зазначені і подібні заходи не повинні надмірно перетинати сферу кримінально-правових відносин, адже це може призвести до колапсу механізму кримінально-правової охорони фондового ринку.

ЛІТЕРАТУРА

1. Клепицкий И.А. Система хозяйственных преступлений. Москва: Статут, 2005. 572 с.
2. Клепицкий И.А. Инсайдерская информация и уголовный закон. *Закон*. 2011. № 9. С. 1–13.
3. Редзюк Е. Сквиз-аут фондового рынка. URL: https://zn.ua/finances/skviz-aut-fondovogo-rynka-288500_.html (дата звернення: 10.04.2019).
4. Кологойда О.В. Теоретичні проблеми правового регулювання господарських відносин на фондовому ринку України: дис. ... д-ра юрид. наук: 12.00.04. Київ, 2016. 700 с.
5. НКЦПФР оголошує показники фондового ринку за 2018 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/2019/02/14/nktspr-ogoloshu-pokazniki-fondovogo-rynku-za-2018-rk> (дата звернення: 10.04.2019).
6. «Законо не діють у порожнечі, на їх тлумачення впливає багато чинників». URL: <http://jur-gazeta.com/interview/zakoni-ne-diyut-u-porozhnечи-na-yih-tlumachennya-vplivae-bagato-chinnikov.html> (дата звернення: 10.04.2019).
7. Саєнко В.В. Правове регулювання використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів: автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.04. Київ, 2002. 17 с.
8. Татлыбаев Б.В. Гражданско-правовая ответственность за неправомерное использование инсайдерской информации на фондовом рынке в российском праве и праве Соединенных Штатов Америки: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2015. 314 с.
9. George Soros. *The Alchemy of Finance*, 2nd Edition. Wiley. 391 p.
10. Шахрайство на фінансовому ринку: практ. посібник / за ред. В. Фещенка. Київ: Українське агентство фінансового розвитку, 2011. 424 с.
11. Хилюта В.В. Преступления против порядка осуществления экономической деятельности: проблемы правотворчества и правоприменения. Гродно: ГрГУ, 2014. 456 с.
12. Чупрова А. Проблемы обеспечения уголовной ответственности лиц, злобно уклоняющихся от предоставления информации о ценных бумагах. *Уголовное право*. 2006. № 4. С. 70–74.
13. Malone E. Insider Trading: Why to Commit the Crime From a Legal and Psychological Perspective. *Journal of Law and Policy*. 2003. № 12. P. 327–338.
14. Dolgoplov S. Insider Trading and the Bid-Ask Spread: A Critical Evaluation of Adverse Selection in Market Making. *Capital University Law Review*. 2004. № 33. P. 83–91.
15. Кологойда О.В. Господарсько-правове регулювання фондових відносин в Україні. Київ: Ліра-К, 2015. 704 с.
16. Шаповалов А.Г. Правовой режим сведений служебного характера об эмитентах на рынке ценных бумаг: автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2007. 24 с.
17. Judge approves Elon Musk's settlement with SEC. URL: <https://www.cnbc.com/2018/10/16/judge-approves-elon-musk-settlement-with-sec.html> (дата звернення: 10.04.2019).
18. Бігун С. Інсайд-торг – як регламентувати? *Юридична газета*. 2007. 25 січня. С. 4.
19. Чупрова Е.В. Ответственность за экономические преступления по уголовному праву Англии. Москва: Волтерс Клувер, 2007. 208 с.
20. Ахмедов Т.Ч., Зубарева А.М. Актуальные вопросы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации. *Научный портал МВД России*. 2016. № 1. С. 95–99.
21. Навроцкий В.О. Спеціальні і казуїстичні кримінально-правові норми та прогалини у кримінальному законі. *Кримінальний кодекс України 2001 р.: проблеми застосування і перспективи удосконалення. Прогалини у кримінальному законодавстві*. Міжнародний симпозиум, 12–13 вересня 2008 р. Тези і реферати доповідей, тексти повідомлень. Львів, 2008. С. 132–136.
22. Strudler A., Orts E. Moral Principle in the Law of Insider Trading. *Texas Law Review*. № 78. P. 375–438.
23. Strader K. (Re)Conceptualizing Insider Trading: United States v. Newman and the Intent to Defraud. *Brooklyn Law Review*. 2015. № 80. P. 1419–1485.
24. Саєнко В. В. Правове регулювання використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів: дис... канд. юрид. наук: 12.00.04. Київ, 2002. 249 с.
25. Волинець Р.А. Кримінально-правова охорона фондового ринку: дис. ... д-ра юрид. наук: 12.00.08. Київ, 2018. 461 с.
26. Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України: навч. посіб. Київ: Юрінком Інтер, 2008. 320 с.
27. Глушков В.О., Коваленко П.М. Шахрайство на фінансових ринках у біржовій торгівлі. Правовий та кримінологічний аналіз. Київ: Видавничий Дім «Ін Юре», 2008. 280 с.
28. Вітко О.Ю. Об'єкт і предмет злочинів у сфері емісії, розміщення або видачі цінних паперів та їх обігу: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.08. Київ, 2014. 257 с.
29. Дудоров О.О. Вибрані праці з кримінального права / переднє слово д-ра юрид. наук, проф. В.О. Навроцького. Луганськ: РВВ ЛДУВС ім. Е.О. Дідоренка, 2010. 952 с.
30. Правонарушения на фондовом рынке: выявление, анализ и оценка ущерба. Справочник для сотрудников правоохранительных органов. Под общей ред. Г.С. Полтавченко. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2007. 876 с.
31. Criminal Justice Act 1993. Article 56 «Inside Information, etc.». URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/section/56> (дата звернення: 10.04.2019).
32. Financial Services and Markets Act 2000. URL: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> (дата звернення: 10.04.2019).
33. Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0057> (дата звернення: 10.04.2019).
34. Кондра О. Суспільно небезпечне діяння у ст. 232-1 КК України «Незаконне використання інсайдерської інформації». *Вісник Львівського ун-ту. Серія юрид.* 2011. Вип. 54. С. 349–360.
35. Василяк О.К. Дискусійні питання кваліфікації злочину, передбаченого ст. 232-1 Кримінального кодексу України, та встановлення відповідальності за нього. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Юридичні науки*. 2018. Вип. 2. Т. 2. С. 11–14.
36. Науково-практичний коментар Кримінального кодексу України / за ред. М.І. Мельника, М.І. Хавронюка. 10-те вид., переробл. та доповн. Київ: Дакор, 2018. 1368 с.
37. Старовойтова Ю.Г. Форми незаконного використання інсайдерської інформації відповідно до ст. 232-1 КК України: аналіз законодавчих новел. *Теоретичні та прикладні проблеми сучасного кримінального права: матеріали II міжнар. наук.-практ. конф.* 19–20 квітня 2012 р., Луганський державний університет внутрішніх справ ім. Е.О. Дідоренка. Луганськ: РВВ ЛДУВС ім. Е.О. Дідоренка, 2012. С. 479–484.
38. Карчевський М.В. Кримінально-правова охорона інформаційної безпеки України: автореф. дис. ... д-ра юрид. наук: 12.00.08. Київ, 2013. 36 с.
39. Кондра О. Суспільно небезпечні наслідки злочину у ст. 232-1 КК України «Незаконне використання інсайдерської інформації». *Вісник Львівського ун-ту. Серія юрид.* 2010. Вип. 51. С. 345–353.
40. Лопашенко Н.А. Преступления в сфере экономической деятельности: теоретический и прикладной анализ: монография: в 2 ч. Москва: Юрлитинформ, 2015. Ч. II. 640 с.
41. Ахмадуллина А.Ф. Неправомерное использование инсайдерской информации: межотраслевые связи гражданского и уголовного права. *Вестник Казанского юридического института МВД России*. 2016. № 4. С. 91–95.
42. Кашкаров О.О. Кримінально-правова характеристика злочинів у сфері випуску та обігу цінних паперів: автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.08. Київ, 2007. 16 с.
43. Сивак М.М. Притягнення статей Особливої частини Кримінального кодексу України: теоретико-прикладний аналіз: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.08. Київ, 2013. 290 с.

44. United States v. Rajaratnam, No. 11-4416 (2d Cir. 2013). URL: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/ca2/11-4416/11-4416-2013-06-24.html> (дата звернення: 10.04.2019).
45. Hedge Fund Billionaire Raj Rajaratnam Found Guilty In Manhattan Federal Court Of Insider Trading Charges. URL: <http://www.justice.gov/usao/nys/pressreleases/may11/rajaratnamrajverdictpr.pdf> (дата звернення: 10.04.2019).
46. 15 U.S. Code § 78ff. Penalties. URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78ff> (дата звернення: 10.04.2019).
47. 15 U.S. Code § 78j. Manipulative and deceptive devices. URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78j> (дата звернення: 10.04.2019).
48. 17 CFR § 240.10b-5 – Employment of manipulative and deceptive devices. URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5> (дата звернення: 10.04.2019).
49. Buell S. What Is Securities Fraud? *Duke Law Journal*. 2011. № 61. P. 511–581.
50. Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. at 912. URL: <https://insidertrading.procon.org/sourcefiles/CadyRobertsCo.pdf> (дата звернення: 10.04.2019).
51. 17 CFR § 240.10b5-1 – Trading on the basis of "material nonpublic information in insider trading cases. URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b5-1> (дата звернення: 10.04.2019).
52. Bristol-Myers Squibb Executive Arrested on Insider Trading Charges. URL: <http://www.fbi.gov/newark/pressreleases/2012/bristol-myers-squibb-executive-arrested-on-insider-trading-charges> (дата звернення: 10.04.2019).
53. Aldave B. Misappropriation: A General Theory of Liability for Trading on Non-public Information. *Hofstra Law Review*. 1984. № 13. P. 101–127.
54. Former Nasdaq Executive Pleads Guilty to Insider Trading. URL: <http://www.justice.gov/opa/pr/2011/May/11-crm-687.html> (дата звернення: 10.04.2019).
55. Moohr G. Playing with the Rules: An Effort to Strengthen the Mens Rea Standards of Federal Criminal Laws. *Journal of Law, Economy & Policy*. 2011. № 7. P. 685–710.
56. Gouraige H. Do Federal Courts Have Constitutional Authority to Adjudicate Criminal Insider-Trading Cases? *Rutgers U. L. Rev.* 2016. № 69. P. 47–135.

УДК 343.85

АКТУАЛІЗАЦІЯ НЕОБХІДНОСТІ ВИЗНАЧЕННЯ РОДОВОГО ОБ'ЄКТА ЗЛОЧИНІВ У СФЕРІ БАНКІВСЬКОЇ ДІЯЛЬНОСТІ: ПРОБЛЕМНІ АСПЕКТИ¹

ACTUALIZATION OF THE NECESSITY OF DETERMINING THE FAMILY OBJECT OF CRIMES IN THE FIELD OF BANKING ACTIVITY: PROBLEM ASPECTS

Клочко А.М., к.ю.н., доцент,
завідувач кафедри міжнародних відносин
Сумський національний аграрний університет

Нежевело В.В., старший викладач кафедри приватного
та соціального права
Сумський національний аграрний університет

Статтю присвячено необхідності визначення об'єкта злочину у сфері банківської діяльності, що матиме вплив на з'ясування ознак складу злочинів та їх розміщення в Особливій частині Кримінального кодексу України. З'ясовано, що велике значення об'єкт злочину має і для встановлення ступеня суспільної небезпечності діяння, його правильної кваліфікації, відмежування від інших правопорушень і діянь, які не є злочинами. Акцентовано увагу на тому, що визначення родового об'єкта злочинів дозволить повною мірою розкрити соціальний і правовий зміст злочинів у сфері банківської діяльності.

Ключові слова: об'єкт злочину, суспільні відносини, сфера банківської діяльності, злочини, стабільність банківської системи.

Статья посвящена необходимости определению объекта преступления в сфере банковской деятельности, что повлияет на выяснение признаков состава преступлений и их размещения в Особенной части Уголовного кодекса Украины. Определено, что большое значение объект преступления имеет и для установления степени общественной опасности деяния, его правильной квалификации, отграничения от других правонарушений и действий, которые не являются преступлениями. Акцентируется внимание на том, что определение родового объекта преступлений позволит в полной мере раскрыть социальный и правовой смысл преступлений в сфере банковской деятельности.

Ключевые слова: объект преступления, общественные отношения, сфера банковской деятельности, преступления, стабильность банковской системы.

The article is devoted to the need to determine the object of a crime in the field of banking activity, which will have an impact on finding out the features of the crime and their placement in the Special Part of the Criminal Code of Ukraine. It is formed that the importance of the object of the crime also has to establish the degree of social danger of the act, its proper qualification, separation from other offenses and offenses that are not crimes. It is emphasized that the definition of the generic object of crimes will allow to fully disclose the social and legal content of crimes in the banking sector.

The article reveals the fact that the establishment of an object of crimes in the field of banking activity is an important theoretical and practical task. In scientific circles there is currently no absolutely established idea about the definition of "object of crime". It is obvious that the lack of a unified approach to such a definition in the theory of criminal law does not allow formulating the definition of the object of the crime at the legislative level. In addition, attention is drawn to the fact that the absence of this definition is due to the fact that the concept "the object of the crime is social relations" more or less became a cause for doubt and scientific discussions among modern scholars.

In turn, the stability of the banking system is characterized by reliability, balance and proportionality of the functioning of its structural elements, the ability to maintain a stable balance and reliability for a long time, which is extremely necessary for our state.

Key words: object of crime, social relations, sphere of banking activity, crimes, stability of banking system.

¹ Робота виконана в рамках проекту для молодих учених 2017 р. «Удосконалення законодавства України щодо забезпечення безпеки сфери банківської діяльності в умовах євроінтеграції: економіко-правовий аспект» (№ держ. реєстрації 0117 У 006531).