

## БОРЬБА С РЫНОЧНЫМ МАНИПУЛИРОВАНИЕМ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ: ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ МЕТОДЫ И ВОЗМОЖНОСТЬ ИХ ПРИМЕНЕНИЯ В РОССИИ

Проблема манипулирования ценами биржевых активов характерна для всех мировых рынков, но особенно остро она стоит в развивающихся странах. Статья посвящена методам борьбы с рыночным манипулированием в данных государствах. Использование наиболее эффективных из этих методов в России, безусловно, способствовало бы решению проблемы противоправных сделок на отечественном рынке.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** фондовый рынок, манипулирование ценами, регулирование рынка ценных бумаг, зарубежный опыт

### ПРОБЛЕМА МАНИПУЛИРОВАНИЯ ЦЕНАМИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

В настоящее время фондовый рынок России можно отнести к развивающимся, поэтому случаи использования нечестных способов торговли на нем достаточно часты. Вследствие этого инвесторы могут периодически сталкиваться с убытками из-за манипулятивных действий других участников рынка. При этом, несмотря на наличие отдельного Федерального закона от 27 июля 2010 г. №224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ» [28] и формальное существование как административной, так и уголовной ответственности за данный вид правонарушений, манипуляторы практически всегда остаются безнаказанными или же к ним применяются совсем незначительные санкции по сравнению с полученной выгодой.

За последние годы зафиксировано немало случаев, когда рыночное манипулирование стало известным. Между тем применяемые санкции



**Володин Сергей Николаевич** — к. э. н., доцент департамента финансов НИУ ВШЭ. Сфера профессиональных интересов: прогнозирование рыночных цен, инвестиционные стратегии, алгоритмическая торговля (г. Москва)



**Емелькина Анастасия Игоревна** — ассистент преподавателя НИУ ВШЭ. Сфера профессиональных интересов: инвестиционные риски, правонарушения на финансовых рынках, операции с ценными бумагами (г. Москва)

порой обескураживают участников рынка. Ярким примером является манипулирование ценами акций «АВТОВАЗа», которое было осуществлено 20 декабря 2012 г. В тот день стоимость акций компании повысилась на 25% всего за один час, а среднесуточный объем торгов увеличился в десятки раз. Причиной послужило ложное объявление о предстоящем выкупе «АвтоВАЗом» собственных акций по цене, значительно превышающей рыночную, причем оно было опубликовано в таком известном финансовом издании, как «Ведомости», а затем распространилось по лентам «Интерфакса» и «РБК».

По подсчетам аналитиков, организатор этой манипулятивной схемы Сергей Соколов сумел заработать на операции приблизительно 10–15 млн руб. Наказание, последовавшее от Федеральной службы по финансовым рынкам, составило всего 21 тыс. руб. (т.е. семь административных штрафов), поскольку правоохранительным органам не удалось доказать извлечение материальной выгоды из данной схемы. Новости публиковались в газетных изданиях на правах рекламы и не были юридически оформлены как оферта, поэтому правонарушитель был освобожден от уголовной ответственности в соответствии с п. 1 ст. 7 Закона №224-ФЗ (хотя за манипулирование с использованием средств массовой информации ему грозило до семи лет лишения свободы) [22, 25].

Значительно чаще подобных манипулятивных схем встречается манипулирование по предварительному сговору профессиональных участников рынка, вследствие которого участники торгов могут понести гораздо большие потери. В ходе таких манипуляций цены искусственно держатся на выгодном для манипуляторов уровне, а не знающие об этом инвесторы фактически обречены на потери. Например, в течение 2013 г. котировки паев ЗПИФ «Агрокапитал» возросли на 19%, а затем еще на 14% из-за манипулятивных действий нескольких должностных лиц инвестиционной группы «Универ», которых Банк России впоследствии лишил квалификационных аттестатов [13]. Схема была повторена в период с марта

2013 г. по июнь 2014 г. с ЗПИФ «Земли Подмосковья», рыночная стоимость которого искусственно поддерживалась с помощью манипулятивных сделок по предварительному сговору между компаниями ООО «Универ Капитал» и ООО «ИК «Ди Си Кэпитал», доля которых составляла более 70% общего объема торгов. Между тем никаких серьезных мер не последовало — Центральный банк в 2016 г. лишь аннулировал лицензию профессионального участника рынка «Ди Си Кэпитал» и отозвал квалификационные аттестаты специалистов финансового рынка у группы лиц [1].

Проблемой российского рынка является не только то, что манипуляторы практически всегда уходят от сколько-нибудь серьезной ответственности. Дело в том, что само количество раскрываемых случаев манипулирования весьма невелико. Это обусловлено прежде всего тем, что в работе автоматизированной системы «САФРАН 3.0», созданной для выявления случаев манипулирования на отечественном фондовом рынке, часто бывают сбои, она выдает слишком большое количество предупредительных сигналов, не позволяя выделять реальные случаи манипулирования. В результате большинство из них не анализируются всерьез, а катализаторами расследования возможных злоупотреблений часто выступают сами участники рынка.

Например, о манипулировании обыкновенными акциями банка «Авангард» на ММВБ, которое производилось с декабря 2011 г. по май 2012 г. с помощью кросс-сделок, регулятор узнал от профессионального участника фондового рынка [21]. Таким же образом служба Банка России по финансовым рынкам узнала об осуществлении в 2012–2013 гг. кросс-сделок на ММВБ с обыкновенными акциями ОАО «Варьеганнефтегаз», доля которых доходила до 100% объема торгов [18].

Очевидно, что в такой ситуации можно говорить о необходимости серьезной модернизации российской системы борьбы с рыночным манипулированием. Серьезную помощь в этом может оказать опыт других стран с развивающимися фондовыми рынками. В то время как меры, применяемые

в странах с развитыми фондовыми рынками, могут не всегда подходить для российских условий, схемы, показавшие себя эффективными на развивающихся рынках, можно легче адаптировать для использования в России. В свою очередь, успешность опыта их применения позволит избежать дополнительных ошибок при разработке стратегии, направленной на повышение эффективности национальной системы борьбы с манипулированием рыночными ценами.

Законодательно закрепленный запрет рыночного манипулирования на сегодняшний день ввели уже более ста стран, включающих наряду с державами с развитой экономикой немало и развивающихся государств. Среди них есть и страны постсоветского пространства, в которых уровень противодействия злоупотреблениям на финансовых рынках в настоящее время примерно соответствует российским реалиям. Начнем с одной из таких стран — Украины.

## УКРАИНА

С проблемой манипулирования рыночными ценами Украина столкнулась всего несколько лет назад, и за непродолжительное время страна не сумела показать внушительные результаты противодействия неправомерной торговле: несмотря на некоторые успехи в последние годы, множество случаев манипулирования игнорируется, а нечестные участники фондового рынка не несут ответственности за незаконные действия. Во многом неуспехи Украины объясняются узкими полномочиями регулирующего органа, а также полным отсутствием автоматизированной системы выявления нестандартных сделок.

### Законодательство

Изначально запрет на манипулирование ценами финансовых инструментов был сформулирован 25 декабря 2008 г. в ст. 163-8 Кодекса об административных правонарушениях Украины.

Он предполагал ответственность за противоправные действия в виде штрафа на сумму от 100 до 500 или от 500 до 750 необлагаемых минимальных доходов граждан (последнее в случае рецидива или группового совершения преступления) [12]. Существенным недостатком закона было то, что он не содержал определения самого понятия манипулирования ценами и перечня незаконных действий, поэтому аномальные изменения котировок ценных бумаг наблюдались нередко.

Понятие манипулирования было впервые сформулировано в ст. 10-1 Закона Украины «О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине» 21 апреля 2011 г. [8] Тогда же Президент Украины В.Ф. Янукович подписал закон «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины по предотвращению легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем» [7], который предусматривает уголовную ответственность за манипулирование в виде штрафа на сумму от 750 до 2 тыс. необлагаемых минимальных доходов граждан или тюремного заключения на срок до трех лет (в случае рецидива или группового совершения преступления — штрафа от 2 до 3 тыс. необлагаемых минимальных доходов граждан или тюремного заключения на срок до пяти лет) [2].

Следует отметить, что несмотря на суровость наказания из-за нечеткости определения в законодательстве ряда аспектов манипулятивных сделок манипуляторы на Украине, как и в России, могут легко уходить от ответственности.

### Надзорные органы

Впрочем, низкий уровень борьбы с рыночным манипулированием на Украине обуславливается не только несовершенством законодательства, но и проблемами его исполнения регулирующими органами.

Первый регулятор, ответственный за противодействие рыночному манипулированию, — Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (НКЦБФР) — был создан на Украине

лишь 23 ноября 2011 г. [19], причем даже спустя несколько лет своего существования, в конце 2015 г., сотрудники комиссии признавали, что она нуждается в реструктуризации, в частности обретенной большей операционной и финансовой независимости. Например, комиссия не имеет достаточно полномочий на сбор необходимой информации для расследования нестандартных сделок, потому что обязана предоставить аргументацию своих запросов, а участники рынка вправе возразить и подать апелляцию.

Кроме того, НКЦБФР не имеет возможности оперативно реагировать на быстрые изменения, происходящие на рынке ценных бумаг, из-за сильной зависимости от Министерства юстиции и Госпредпринимательства Украины, ввиду которой период принятия правовых актов затягивается на срок до пяти месяцев. Сотрудники комиссии говорят об открытии 51 дела о манипулировании, но признаются, что случаи подобных злоупотреблений на фондовом рынке в реальности измеряются тысячами (комиссия просто физически не успевает их разобрать) [3]. Например, по состоянию на 23 декабря 2015 г. регулятором было возбуждено 106 дел о манипулировании ценами, однако в течение года было рассмотрено только пять (в трех назначен штраф на сумму 170 тыс. грн., в остальных — 350 грн.) [30].

Следует отметить, что катализаторами начала расследования нестандартных сделок на Украине являются сами потерпевшие от неправомерных действий участники фондового рынка, а также организаторы торговли, обеспокоенные нестабильными ценами. Система автоматизированного обнаружения подобных случаев не используется, что сильно затрудняет данный процесс. В 2013 г. НКЦБФР выразила намерение внедрить автоматизированный программно-аналитический комплекс, который должен обнаруживать манипулятивные схемы на основе следующих параметров:

- неоднократное осуществление в период дневной сессии операций с ценной бумагой по одинаковой цене и объему несколькими участниками;

- использование в подобных операциях средств клиента;

- совершение сделок, во время которых фактический собственник финансового инструмента не меняется;

- проведение операций, в результате которых изменяется мнение других участников фондового рынка о цене ценной бумаги;

- совершение сделок перед закрытием торгов;

- проведение безадресных сделок по цене, отклоняющейся от рыночной.

Несмотря на амбициозность данного проекта, критерии существенного отклонения цен от рыночных так и не были определены, что сильно усложнило процесс внедрения системы. Сроки реализации этой идеи также не были оговорены, потому что бюджет НКЦБФР не позволял внедрить систему в 2013 г. Как результат, до сих пор данная инициатива так и не была приведена в исполнение.

### **Практика выявления случаев манипулирования**

Следует отметить, что ввиду низкой эффективности законодательного регулирования и работы надзорных органов реальные случаи наказания за рыночное манипулирование на Украине были зафиксированы сравнительно недавно. Первые факты расследования нестандартных сделок относятся к 2012 г., в течение которого активно применялись финансовые и дисциплинарные санкции. В качестве примера дисциплинарной ответственности можно привести исключение из членов СРО «Ассоциация «Украинские фондовые торговцы» компании «ММСИС Инвестментс» за ложные сведения о собственной деятельности и неоправданные прогнозы относительно доходности операций с финансовыми инструментами в рекламе своих услуг. К финансовым санкциям можно отнести вынесение 12 декабря 2012 г. НКЦБФР постановления, согласно которому компания «Паритет Инвестмент» была приговорена к штрафу на сумму 170 тыс. грн. за манипулирование ценами во время операций с акциями ПАО «Интернет Глобал

Технолоджи» на ПАО «Фондовая биржа «Первая фондовая торговая система» [15].

НКЦБФР нередко ограничивается лишь приостановлением обращения конкретных ценных бумаг. Например, в 2015 г. комиссия остановила торги четырех компаний из Днепропетровска, капитализация которых составила практически половину государственного бюджета страны [14].

Впрочем, стоит отметить, что к настоящему времени частота вынесения приговоров по делам о манипулировании несколько возросла. Однако манипуляторам все же довольно легко удается избежать уголовного наказания, а налагаемые штрафы весьма невелики. Например, 28 января 2016 г. НКЦБФР наложила штрафы по 250 тыс. грн. на ООО «Кайдзен Капитал» и ЧАО «Мастер Брок» за манипулирование акциями ПАО «Агротехремонт» в период с июля по декабрь 2014 г. на Киевской международной фондовой бирже и штраф в размере 200 тыс. грн. на ЧАО «Менеджмент Технолоджиз» за мошенничество с акциями ПАО «Химмет» также с июля по декабрь 2014 г. на фондовой бирже «Перспектива» [16].

О низкой эффективности системы борьбы с рыночным манипулированием на Украине говорит еще и то, что наиболее яркие случаи искусственного влияния на цены часто остаются безнаказанными. Например, 25 февраля 2016 г. цена акций корпорации «УкрАвто» на Украинской бирже колебалась на уровне 132 грн. за акцию, а спустя сутки минимальная стоимость ценной бумаги данной компании на Восточно-Европейской фондовой бирже составляла почти 4 тыс. грн. Таким образом, курс акции подскочил за один день в 30 раз, однако расследование о манипулировании ценами даже не было начато [4].

## РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Белорусская система борьбы с рыночным манипулированием во многом схожа с российской. По сравнению с украинской она лучше проработана. Несмотря на то что данная страна имеет

весьма непродолжительный опыт противодействия рыночным злоупотреблениям и не отличается выдающимися результатами, в отличие от России и Украины, в ней не было широко известных случаев уклонения от серьезной административной или уголовной ответственности.

## Законодательство

Первое упоминание о манипулировании (без использования соответствующего термина) встречается в ст. 41 Закона Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых биржах» от 12 марта 1992 г., которая выделяет вид деятельности, подразумевающий распространение ложных сведений об эмитенте ценной бумаги ради приобретения выгод от скачка стоимости данного финансового инструмента, и предписывает ответственность за данную деятельность в виде возмещения убытков пострадавшей от махинации стороны [6].

Понятие манипулирования как правового явления впервые упоминается в пп. 1.6-1 Указа Президента Республики Беларусь от 28 апреля 2006 г. №277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг» [27]. В данном документе оно рассматривается наиболее полно: в указе подробно описываются различные виды деятельности, которые влекут за собой существенное изменение цены ценной бумаги или объема ее торгов, среди которых:

- распространение заведомо ложной информации о финансовом инструменте, эмитенте ценной бумаги или ее стоимости через средства массовой информации (включая мировую сеть Интернет) или любым другим способом;

- неисполнение обязательств по сделкам купли-продажи конкретных акций более одного раза в течение года;

- проведение в пределах одной торговой сессии профессиональным или биржевым участником рынка ценных бумаг более одной сделки купли-продажи акций за счет или в интересах конкретного лица при условии выставления

наибольшей цены покупки или наименьшей цены продажи финансового инструмента;

- исполнение сделок купли-продажи акций по предварительному сговору с лицами, в интересах которых они совершаются;

- исполнение профессиональным или биржевым участником более одной сделки с конкретными ценными бумагами, которая не приводит к фактическому изменению владельца финансового инструмента или же продавец и покупатель меняются ролями [27].

Манипулирование ценами в Республике Беларусь признается общественно опасным правонарушением, поскольку может привести к нанесению крупного материального ущерба субъектам фондового рынка. Согласно Закону Республики Беларусь от 13 июля 2012 г. №409-3 «О внесении дополнений в некоторые кодексы Республики Беларусь по вопросам манипулирования рынком ценных бумаг» [5] упоминание о нем содержится как в ст. 11.76 Кодекса об административных правонарушениях (подразумевающей ответственность в виде штрафа на сумму от 20 до 200 базовых величин для физического лица и от 50 до 500 базовых величин для юридического) [11], так и в ст. 226-3 Уголовного кодекса (согласно которой манипулятору грозит денежный штраф, запрет занимать конкретные должности или осуществлять определенную деятельность, арест, ограничение или лишение свободы на срок до трех лет) [26].

### Надзорные органы

Первым регулирующим органом, ответственным за обнаружение фактов манипулирования, была Государственная инспекция Республики Беларусь по ценным бумагам, созданная в 1992 г. Спустя год после этого в структуре регулятора по территориальному признаку были выделены подразделения: Минская городская и областные инспекции по ценным бумагам. Однако уже в следующем, 1994 г. инспекция была присоединена к Министерству финансов Республики Беларусь, после чего сменила название с Инспекции

по ценным бумагам (1994 г.) на Комитет по ценным бумагам (1997 г.). Далее произошло отделение регулятора, который в 1998 г. носил название Государственного комитета по ценным бумагам РБ, в 2001 г. — Комитета по ценным бумагам при Совете Министров РБ. Наконец, в 2006 г. орган надзора был снова присоединен к Министерству финансов и теперь носит название Департамента по ценным бумагам [9].

Биржа также играет немаловажную роль в борьбе с рыночным манипулированием. Она осуществляет контроль всех сделок на основе Положения о мониторинге биржевого рынка акций в ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» [23]. Однако стоит отметить, что данное положение охватывает только куплю и продажу акций, при этом игнорируются другие финансовые инструменты (например, корпоративные облигации).

Кроме того, для более успешного выявления незаконных сделок биржей была введена автоматизированная система проверок, которая на протяжении всей дневной сессии проводит непрерывное отслеживание стоимости ценных бумаг, объемов торгов и специфики регистрируемых заявок и операций [20].

В целом можно отметить, что в Республике Беларусь борьба с рыночным манипулированием организована неплохо. Однако отсутствие каких-либо выявленных серьезных случаев в данной сфере не позволяет ни говорить о том, что система противодействия манипулированию работает хорошо, ни утверждать обратное. Учитывая, что речь идет о развивающемся рынке, отсутствие громких дел о манипулировании все же можно считать весьма подозрительным фактом.

### КИТАЙ

Среди развивающихся стран есть и такие, в которых борьба с рыночным манипулированием ведется успешно. Одной из них можно считать Китай. Несмотря на нестабильность развития китайского фондового рынка, на нем действует весьма

жесткая и хорошо налаженная система противодействия неправомерной торговле.

### **Особенности развития фондового рынка в Китае**

Ведение торгов ценными бумагами началось в Китае еще в 1860-х гг., а уже в 1891 г. была основана первая ассоциация брокеров. Вскоре после принятия Закона о ценных бумагах в 1904 г. были созданы три организатора торгов: Пекинская фондовая (1918 г.), Шанхайская фондовая и товарная (1920 г.) и Шанхайская Хуашангская фондовая биржи. Тем не менее, несмотря на столь раннее возникновение бирж, в силу аграрного уклада в экономике страны они играли небольшую роль. Как результат, последняя из упомянутых бирж перестала существовать в 1949 г.

Сразу после образования Китайской Народной Республики появились две новые биржи: Пекинская (1949 г.) и Тяньцзиньская (1950 г.), однако и они просуществовали недолго и в 1952 г. были упразднены как центры спекуляции в социалистической системе страны. «Воскрешение» рынка ценных бумаг КНР пришлось на начало 1980-х гг., когда снова начали торговаться государственные облигации, а позже и акции. В 1990-е гг. была создана двухбиржевая система рынка ценных бумаг, состоящая из Шанхайской (с 1990 г.) и Шэньчжэньской (с 1991 г.) фондовых бирж [24].

### **Надзорные органы**

В 1991 г. была учреждена общественная саморегулируемая организация, получившая название Ассоциации участников фондового рынка, а спустя год — Комиссия по управлению и контролю рынка ценных бумаг при Госсовете КНР (КУКЦБ) [17]. Тем не менее до принятия в 1998 г. Закона КНР «О ценных бумагах» региональные фондовые рынки находились под контролем региональных правительств и лишь после этого перешли в юрисдикцию КУКЦБ [31]. По сути, именно

эта комиссия занимается регулированием манипулятивных операций на фондовом рынке.

Помимо бирж в Китае существуют несколько саморегулируемых организаций (к ним причисляют Китайскую ассоциацию участников рынка ценных бумаг, Китайскую ассоциацию участников срочного финансового рынка и Китайскую государственную депозитарно-клиринговую компанию [32]). Однако стоит отметить, что они называются СРО лишь формально ввиду централизованного регулирования страны, поэтому играют меньшую роль в борьбе с рыночными манипуляциями по сравнению с биржами.

### **Законодательство**

Правовые документы, регулирующие деятельность на рынке ценных бумаг Китая, характеризуются детализацией статей, проявляющейся в подробном описании незаконных действий и установлении различных вариантов ответственности за нарушения законодательства [24]. Это помогает повысить эффективность борьбы с неправомерными сделками на фондовом рынке.

Меры наказания за манипулирование ценами в КНР являются более жесткими, чем в других странах, как с развивающимися, так и с развитыми фондовыми рынками. Так, если в США правонарушитель обязан возместить прибыль, полученную незаконным путем, в трехкратном объеме, то в КНР — в пятикратном. Законодательство предусматривает и уголовную ответственность за данный вид правонарушений. Благодаря этому наказание является весьма суровым и оказывает сдерживающее влияние на манипуляторов.

### **Практика выявления случаев рыночного манипулирования**

В 2009 г. в Китае было впервые осуществлено судебное разбирательство по случаю манипулирования на рынке ценных бумаг. Обвиняемый трейдер был приговорен к тюремному заключению сроком до пяти лет, а также штрафу в 625 млн

юаней, что ровно в пять раз больше незаконно заработанной им суммы. В течение двух лет, с 2006 г. по 2008 г., Ван Цзяньчжун, занимая должность менеджера инвестиционной компании Beijing Shoufang Investment Consulting, открыл девять счетов на различные имена для осуществления операций по покупке и продаже акций. Он также использовал репутацию упомянутой компании для предоставления рекомендаций по финансовым инструментам в различных источниках (в том числе по акциям таких известных эмитентов, как Industrial & Commercial Bank of China и China Unicom). За счет этого трейдер осуществил манипулятивное воздействие на рыночные цены, которое он использовал для получения незаконной прибыли с помощью девяти открытых счетов. В общей сложности на протяжении следствия было выявлено 55 случаев манипулирования рынком [10].

Как можно увидеть, китайское законодательство позволило применить достаточно жесткое наказание. Оно было весьма строгим и в других выявленных случаях рыночных манипуляций, последовавших за этим. Практику рыночных манипуляций в Китае нельзя назвать широко распространенной.

## ИНДИЯ

Большой интерес представляет опыт Индии в области борьбы с рыночными манипуляциями. Осуществляя регулирование как на правительственном уровне, так и с помощью организаторов торгов, государство показывает хорошие результаты борьбы с данными нарушениями. Немалую роль в этом играет используемая в Индии автоматизированная система надзора за рыночными ценами.

### Надзорные органы

Государственным регулятором фондового рынка в данной стране является Комиссия по ценным

бумагам и биржам Индии (Securities and Exchange Board of India, SEBI), которая была основана 12 апреля 1992 г. В июле 1995 г. в структуре SEBI появился департамент надзора, которому было поручено осуществлять мониторинг операций на финансовых рынках и выявлять нестандартные сделки.

Помимо регулятора на национальном уровне большую роль в борьбе с манипулированием играют сами биржи, которые являются первичными надсмотрщиками за такими правонарушениями. С 1995 г. каждая биржа имеет свой департамент надзора, который, в свою очередь, обязан ежедневно предоставлять отчет SEBI об осуществленном мониторинге всех сделок. Например, на крупнейшей площадке — Национальной фондовой бирже (National Stock Exchange, NSE) — действуют специальные правила регулирования торговых операций, которые запрещают ее членам совершать манипулятивные действия. Данные нормы предоставляют NSE право проводить расследования нестандартных сделок, в ходе которых возможен анализ внутренних финансовых документов компаний. Кроме того, биржи могут прибегать к наложению административных санкций на манипуляторов, одной из которых является денежный штраф.

### Автоматизированная система контроля

Имея прочный фундамент двухуровневого регулирования манипулятивных сделок, в 2005 г. Индия сообщила о своем намерении ввести автоматизированную систему интегрированного контроля рынка ценных бумаг (Integrated Market Surveillance System, IMSS) [33]. Она была внедрена на двух фондовых биржах (Национальной фондовой бирже Индии и Бомбейской фондовой бирже, действующей с 1875 г.) и нескольких специальных рынках, в том числе специализирующихся на торговле деривативами.

IMSS представляет собой весьма сложную систему, которая фиксирует нестандартные операции, характеризующиеся отклонениями цен



и объема торгов от среднерыночных, а также сомнительные действия самих участников фондового рынка в течение торгового дня. Немаловажной особенностью системы является то, что она позволяет контролировать деятельность организаторов торгов. Помимо этого одна из ее функций — ведение общей статистики, которое вместе с использованием компьютерных технологий помогает эффективнее оценить конъюнктуру рынка и пути его развития с целью своевременного обнаружения манипулирования рынком и применения к нему регулирующих норм (предупреждающих и постфактум).

В первые два года функционирования IMSS (2006–2007 гг.) SEBI провела расследование 102 дел, непосредственно касающихся манипулирования на рынке ценных бумаг (и передала их собственному департаменту правоприменения) [29], что говорит об эффективности данной автоматизированной системы.

### **Законодательство**

Достаточно хорошо в Индии развито и законодательство в области борьбы с рыночными манипуляциями. Правило 7а «Кодекса поведения на фондовых рынках», который используется SEBI с момента ее возникновения, запрещает профессиональным участникам (в частности, брокерам) участвовать в проведении манипулятивных операций и распространять заведомо ложную информацию ради получения личной выгоды или влияния на рыночную конъюнктуру. Стоит отметить, что данный запрет действует также и в отношении брокеров, которые не являются непосредственными манипуляторами, но осознанно помогают реализации мошеннической деятельности. На физических лиц запрет о манипулировании был распространен несколько позже — с 1995 г., и закрепился в регулирующих нормах комиссии.

В целом законодательство Индии достаточно хорошо описывает возможные рыночные манипуляции, встречающиеся на рынке. Тем не менее оно является не таким жестким, как, например,

в Китае, поэтому отличительной особенностью индийской системы борьбы с рыночными манипуляциями является эффективная система надзора, а не тщательно проработанное законодательство, как в Китае.

### **ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МЕТОДОВ БОРЬБЫ С МАНИПУЛИРОВАНИЕМ, ПРИМЕНЯЕМЫХ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ, НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ**

Несмотря на некоторые законодательные и надзорные инициативы, отечественную систему борьбы со злоупотреблениями на рынке ценных бумаг нельзя назвать совершенной. Наблюдающаяся безнаказанность рыночных манипуляторов, а также малое количество выявляемых случаев манипулирования говорят о том, что она явно нуждается в доработке, которой может способствовать опыт других стран с развивающимися фондовыми рынками. Развитие рынков в ряде данных стран находится на таком же уровне, как и в России, они сталкиваются с похожими проблемами и вырабатывают нормы, соответствующие российской действительности. На основе проведенного анализа авторы выделили ряд способов модернизации российской системы противодействия рыночному манипулированию, применение которых может привести к значительному повышению ее эффективности.

Прежде всего следует обратить внимание на сферу законодательного регулирования, с которой, по сути, и начинается борьба с манипулятивными операциями. Необходимо придерживаться норм, применяемых в Китае: детализировать статьи, касающиеся неправомерной торговли, уточнить основные характеристики противоправных действий и назначить санкции за каждый конкретный вид преступления. Данные изменения минимизируют количество ситуаций, в которых манипуляторы несут либо слишком низкие издержки (в виде дисциплинарных взысканий, небольших штрафов), либо вовсе освобождаются от ответственности.

Кроме того, следует расширить сферу действия правовых актов. Например, целесообразно ввести ответственность не только для непосредственных выгодополучателей и прямых участников манипулятивной схемы, но и для лиц, которые были вовлечены в процесс косвенно, способствуя нечестной торговле (данный механизм применяется в Индии). Благодаря этому у правоохранительных органов не будет необходимости доказывать получение материальной выгоды подозреваемым и его участие в торгах на фондовом рынке, что исключит некоторые пути обхода законодательства.

Известно, что применение жестких мер ответственности (например, больших штрафов) является не только наказанием за правонарушение, но и хорошим способом его предупреждения, т.к. позволяет снизить количество лиц, готовых нести столь высокие издержки своей преступной деятельности. Следовательно, необходимо законодательно утвердить более высокие штрафы, причем напрямую зависящие от размера полученной манипулятором прибыли, как, например, в Китае, где взимается штраф в пятикратном размере от незаконно полученной прибыли. Таким образом, ожидаемый заработок может перекрыться колоссальными убытками, что существенно уменьшит стимулы вести торговлю нечестным путем.

Необходимы изменения и в сфере надзора. В частности, следует предоставить больше полномочий организаторам торговли, которые способны максимально оперативно реагировать на отклонения цен и объемов торгов от средней нормы. Государственный орган контроля, безусловно, лишен такой возможности. Кроме того, необходимо расширить полномочия бирж в области проведения внутреннего расследования: они должны включать возможность запрашивать и изучать все необходимые документы участников рынка, а также налагать собственные санкции за манипулирование. Такая практика соответствует опыту Индии и ведет к уменьшению бюрократических ступеней на пути противодействия рыночным манипуляциям.

Несмотря на то что автоматизированная система проверки операций на фондовом рынке России была введена еще в 1999 г., после чего неоднократно дорабатывалась, компьютерная методика выявления манипулятивных сделок до сих пор остается малоэффективной. Для ее дальнейшего усовершенствования можно ориентироваться на индийскую систему IMSS, которая отличается высокой производительностью и точностью, являясь образцовой среди систем стран с развивающимися рынками капитала.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Анализ зарубежного опыта построения систем для противодействия рыночному манипулированию, действующих в странах с развивающимися рынками, показал, что российская система имеет ряд особенностей, выгодно отличающих ее от аналогов в других государствах. К ним можно отнести, например, наличие автоматизированной программы обнаружения манипулятивных сделок, которая на сегодняшний день применяется далеко не во всех странах, а также серьезные наказания за подобные правонарушения.

Тем не менее, несмотря на некоторые преимущества, можно отметить и множество недостатков национальной системы, таких как слабо развитое законодательство, отсутствие хорошо отлаженной судебной практики, низкая эффективность применяемой системы надзора. Эти проблемы, безусловно, нуждаются в решении, и успешный опыт других стран с развивающимися рынками, наиболее соответствующий российским реалиям, может способствовать повышению эффективности используемых в России мер борьбы с манипулированием.

По мнению авторов, России в большей степени следует ориентироваться на опыт таких государств, как Китай и Индия. Внедрение в российскую практику новшеств и дополнений, основанных на мерах, применяемых в данных странах, позволит улучшить статистику выявляемых

случаев манипулирования и чаще доводить их до судебных разбирательств, заканчивающихся назначением строгого наказания за манипулятивные действия. Кроме того, хорошо проработанное

законодательство и отлаженная судебная практика будут способствовать не только наказанию за выявленные случаи манипулирования, но и предотвращению появления новых.

## ИСТОЧНИКИ

1. Вкратце. Паи для манипуляторов. — <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2016/02/11/628688-vkrattse>.
2. В Украине вводится уголовная ответственность за манипуляции на фондовом рынке. — <http://www.kommersant.ru/doc/1745920>.
3. Глава НКЦБФР Тимур Хромаев: Два регулятора на финансовом рынке должны иметь сопоставимые полномочия. — <http://interfax.com.ua/news/interview/297221.html>.
4. Давиденко Б. Фондовый рынок испытал рецидив. — <http://delo.ua/finance/akcii-ukravto-za-den-v-30-raz-138026>.
5. Закон Республики Беларусь от 13 июля 2012 г. №409-З «О внесении дополнений в некоторые кодексы Республики Беларусь по вопросам манипулирования рынком ценных бумаг». — <http://pravo.newsby.org/belarus/zakon0/z105.htm>.
6. Закон Республики Беларусь от 12 марта 1992 г. №1512-XII «О ценных бумагах и фондовых биржах». — [http://kodeksy-by.com/zakon\\_rb\\_o\\_tsennyh\\_bumagah\\_i\\_fondovyh\\_birzhah.htm](http://kodeksy-by.com/zakon_rb_o_tsennyh_bumagah_i_fondovyh_birzhah.htm).
7. Закон Украины от 21 апреля 2011 г. №3267-VI «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины относительно предотвращения легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем». — [http://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=30988700#pos=0;100](http://online.zakon.kz/Document/?doc_id=30988700#pos=0;100).
8. Закон Украины от 30 октября 1996 г. №448/96-ВР «О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине». — [http://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=30454316#pos=0;200](http://online.zakon.kz/Document/?doc_id=30454316#pos=0;200).
9. Историческая справка. — [http://www.minfin.gov.by/ru/securities\\_department/historical\\_background/](http://www.minfin.gov.by/ru/securities_department/historical_background/).
10. Китай проводит слушание по делу о манипулировании рынком акций. — <http://www.kommersant.ru/doc/1737620>.
11. Кодекс Республики Беларусь об административных правонарушениях от 21 апреля 2003 г. №194-З. — [http://kodeksy-by.com/koap\\_rb.htm](http://kodeksy-by.com/koap_rb.htm).
12. Кодекс Украины об административных нарушениях от 7 декабря 1984 г. №8073-X. — [http://kodeksy.com.ua/ka/kodeks\\_ukrainy\\_ob\\_administrativnyh\\_narusheniyah.htm](http://kodeksy.com.ua/ka/kodeks_ukrainy_ob_administrativnyh_narusheniyah.htm).
13. Ладыгин Д. Санкции на паях. — <http://www.kommersant.ru/doc/2497865>.
14. Моисеенко А., Ормоцадзе М. Фондовая «чистка»: полбюджета страны за один день. — <http://news.finance.ua/ru/news/-/355578/fondovaya-chistka-polbyudzeta-strany-za-odin-den>.
15. НКЦБФР оштрафовала на 170 тыс. грн «Паритет Инвестмент» за манипулирование с акциями «Интернет Глобал Текнолоджи». — <http://interfax.com.ua/news/economic/131770.html>.
16. НКЦБФР оштрафовала трех торговцев ЦБ за манипулирование ценами на биржах. — <http://delo.ua/finance/nkcbrf-oshtrafovala-3-kompanii-za-manipulirovanie-cenami-na-birzha-311258>.
17. Нормативные акты иностранных государств. — [http://www.ved.gov.ru/reg/info/documentation/search\\_documents/?action=showproduct&id=4681&parent=0&start=3](http://www.ved.gov.ru/reg/info/documentation/search_documents/?action=showproduct&id=4681&parent=0&start=3).
18. Об установлении факта манипулирования рынком обыкновенных акций ОАО «Варьеганнефтегаз». — [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=27122013\\_174532SFR4.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=27122013_174532SFR4.htm).
19. Опис НКЦПФР. — <http://nssmc.gov.ua/about/description>.
20. Орлова Е.И. К вопросу о манипулировании в сфере биржевого рынка ценных бумаг. — [http://media.miu.by/files/store/items/uses/xix/mim\\_uses\\_xix\\_06013.pdf](http://media.miu.by/files/store/items/uses/xix/mim_uses_xix_06013.pdf).
21. Папченкова М., Камнева Г. ФСФР установила факт манипулирования акциями банка «Авангард». — [http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2013/03/07/avangard\\_manipulirovaniya](http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2013/03/07/avangard_manipulirovaniya).
22. Папченкова М., Штанов В., Кудинов В. Кто разогрел акции производителя Lada. — [http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2012/12/21/avtovaz\\_poddelali](http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2012/12/21/avtovaz_poddelali).
23. Положение о мониторинге биржевого рынка акций в ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». — <http://bcse.by/ru/default/download/4871>.
24. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
25. Теплова Л. АвтоВАЗ оценили в 20 тыс. рублей. — <http://www.kommersant.ru/doc/2166070>.
26. Уголовный кодекс Республики Беларусь от 9 июля 1999 г. №275-З. — [http://kodeksy-by.com/ugolovnyj\\_kodeks\\_rb/226-3.htm](http://kodeksy-by.com/ugolovnyj_kodeks_rb/226-3.htm).
27. Указ Президента Республики Беларусь от 28 апреля 2006 г. №277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг». — <http://pravo.newsby.org/belarus/ukaz2/uk448.htm>.

28. Федеральный закон от 27 июля 2010 г. №224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ». — <https://rg.ru/2010/07/30/insider-dok.html>.
29. Худякова Л.С. Международный опыт борьбы с манипулятивными сделками на финансовых рынках. — [http://www.cbr.ru/publ/moneyandcredit/hudyakova\\_07\\_11.pdf](http://www.cbr.ru/publ/moneyandcredit/hudyakova_07_11.pdf).
30. Шведенко Е. НКЦБФР рассмотрела 4 дела по манипулированию ценами на фондовой бирже «КМФБ». — <http://www.unn.com.ua/ru/news/1533093-nktsbfr-rozglyanula-4-spravi-z-manipulyuvannyu-tsinami-na-fondoviy-birzhi-kmfb>.
31. Green S. (2003). *Better than a Casino: Some Good News from the Frontline of China's Capital Market Reform*. — [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=431200](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=431200).
32. Green S. (2004). *Enterprise Reform and Stock Market Development in Mainland China*. — [http://www.ibrarian.net/navon/paper/Enterprise\\_reform\\_\\_stock\\_market\\_development\\_in\\_m.pdf?paperid=1155524](http://www.ibrarian.net/navon/paper/Enterprise_reform__stock_market_development_in_m.pdf?paperid=1155524).
33. *SEBI to Install Market Surveillance System*. — <http://www.rediff.com/money/2005/nov/04sebi.htm>.