

БОРЬБА С МАНИПУЛИРОВАНИЕМ РЫНОЧНЫМИ ЦЕНАМИ В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ: ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ МЕТОДЫ И ВОЗМОЖНОСТЬ ИХ ПРИМЕНЕНИЯ В РОССИИ

Проблема манипулирования ценами получила широкое распространение на мировых фондовых рынках. Между тем в одних странах она решается относительно успешно, а в других оказывает негативное влияние на развитие национального рынка ценных бумаг. В настоящее время российскую систему противодействия манипулированию ценами нельзя считать эффективной. В статье представлен анализ успешной практики ведущих стран в этой области, который может служить основой для определения пути развития данной системы.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: фондовый рынок, манипулирование ценами, регулирование фондового рынка, зарубежный опыт

ПРОТИВОДЕЙСТВИЕ МАНИПУЛИРОВАНИЮ ЦЕНАМИ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

На данный момент в России манипулирование ценами рыночных активов запрещено Федеральным законом от 27 июля 2010 г. №224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [15], а также отдельными статьями Федерального закона от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [14], Кодекса Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. №195-ФЗ [8] и Уголовного кодекса Российской Федерации от 13 июня 1996 г. №63-ФЗ [13], за соблюдением положений которых осуществляет надзор мегарегулятор на базе Центрального банка. Начиная с 2010 г. количество выявленных фактов злоупотреблений не превышало 13 случаев за год, а среднее число инцидентов в год было равно 8,6 (при расчете были приняты во внимание только факты выявления манипулятивных



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)

сделок, без учета инсайдерской информации) [10]. При этом автоматизированная система выявления фактов манипулирования «САФРАН 3.0» далека от совершенства, т.к. выдает много ложных сигналов, а случаи привлечения к ответственности за манипулирование ценами практически отсутствуют.

Таким образом, национальная система борьбы с рыночными злоупотреблениями нуждается в глубокой модернизации. В странах с развитыми рыночными отношениями и экономикой встречаются весьма эффективные системы и методы борьбы с манипулированием ценами финансовых активов. Данная статья посвящена изучению успешного опыта и практики этих стран в рассматриваемой области для их последующего использования на национальном рынке.

СОЕДИНЕННЫЕ ШТАТЫ АМЕРИКИ

США имеют длительную историю развития рыночных отношений, на сегодняшний день их финансовую систему по праву можно считать наиболее эффективной. Это касается и противодействия манипулятивным операциям с финансовыми активами: в данной стране разработана комплексная система борьбы с ними, которую можно назвать образцовой. По этой причине именно с опыта США мы начнем рассмотрение наиболее эффективной практики противодействия рыночным манипуляциям.

Законодательство

После «черного четверга» 24 октября 1929 г., когда произошел биржевой крах Уолл-стрит, последовали «черная пятница», «черный понедельник», «черный вторник» — знаменитые дни катастрофического падения цен акций, а затем началась Великая депрессия, затянувшаяся до 1939 г. Ее наиболее острые негативные процессы наблюдались до 1933 г., когда был принят первый в мире законодательный акт, направленный на защиту инвесторов фондового рынка от недобросовестной

торговли и обеспечение свободного ценообразования на бирже, — Закон о ценных бумагах (Securities Act of 1933), раздел 17 которого содержал общие правила противодействия мошенничеству на рынке ценных бумаг [16, с. 66–67; 33].

Спустя год в США был принят Закон о фондовых биржах (Securities Exchange Act of 1934) [34], который включал основные положения и нормы, регулирующие случаи манипулирования на фондовом рынке.

■ В разделе 9 перечислялись способы индивидуальной защиты вкладчиков, чьи интересы были нарушены посредством запрещенных действий, а также описывалась манипулятивная практика при торговле финансовыми инструментами на биржевом рынке. В подп. А п. 1 ст. а данного раздела выделялись такие виды мошенничества, как фиктивные продажи (wash sales) и фиктивные операции с финансовыми инструментами, которые не влекут за собой смену их собственника. В подп. В и С п. 1 ст. а вводился запрет на спаренные ордена (matched orders) и пулы, направленные на создание видимости активной торговли ценной бумагой, причем под транзакциями подразумевались не только совершенные операции, но и выставленные на биржевом аукционе заявки. Пп. 3, 4 и 5 ст. а накладывали запрет на распространение профессиональными участниками рынка и сотрудниками средств массовой информации ложных сведений, которые могут побудить инвесторов продать или купить ту или иную ценную бумагу или создать искусственную видимость активной торговли финансовым инструментом. Ст. b и c были направлены на то, чтобы не допустить создания опционных пулов, подразумевающих мошеннические схемы уже после приобретения опциона с фиксированной стоимостью ценной бумаги или иной другой привилегии, дающей ее обладателю возможность купить финансовый инструмент по определенной заранее цене. Ст. i и j были посвящены ответственности замешанных в манипулятивных схемах лиц [12, с. 261–264].

■ Общие правила, касающиеся как манипулирования ценами, так и запрета распространения

ложной информации и совершения обманных действий на рынке ценных бумаг, содержались в разделе 10 [12, с. 258].

■ Раздел 15С запрещал брокерам и дилерам прибегать к мошенническим схемам. Сфера его влияния распространялась на рынок муниципальных и государственных ценных бумаг [12, с. 258], а также на внебиржевой рынок [16, с. 67].

Наряду с упомянутыми законодательными актами вопросы манипулирования поднимались в Законе о товарных биржах (Commodity Exchange Act) 1936 г. [22], Законе о трастовом соглашении 1939 г. (Trust Indenture Act 1939) [35], Законе об инвестиционных консультантах 1940 г. (Investment Advisers Act of 1940) [26], Законе Сарбейнса — Оксли (Sarbanes — Oxley Act) 2002 г. [30] и Законе Додда — Франка о реформировании Уолл-стрит и защите прав потребителей (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 2010 г. [23] Таким образом, одним из преимуществ системы регулирования фондового рынка США является хорошо разработанная нормативно-правовая база, позволяющая весьма эффективно противодействовать проведению манипулятивных сделок.

Государственный орган надзора

В начале 1930-х гг. был создан первый в мире государственный орган, имеющий полномочия по осуществлению контроля как за рынком ценных бумаг в общем, так и за манипулированием на нем — Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC). В ее состав входят пять департаментов, в том числе департамент правоприменения, который является инициатором расследований и занимается выявлением и пресечением незаконных операций. Кроме того, он осуществляет отправку гражданских исков в Федеральный суд или на рассмотрение административного судьи, поскольку комиссия является гражданским правоприменительным органом, не имеющим возможности прибегать к уголовным санкциям собственноручно.

Тем не менее SEC наделена большими полномочиями и считается силовой структурой, которая при наличии ордера на проведение расследования вправе запрашивать нужную ей информацию, отчетность и иные финансовые документы, вызывать повесткой свидетелей и опрашивать их. Комиссия направляет более половины своих рабочих кадров и бюджета на выявление подозрительных операций на бирже и осуществление правоприменительной деятельности [16, с. 66—67].

Помимо этого в 1974 г. была основана Комиссия по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission, CFTC), которая изначально занималась борьбой с манипулированием, связанным с контрактами на сельскохозяйственную продукцию, полезные ископаемые и производные от них сырьевые ресурсы. Однако с течением времени в компетенцию комиссии попали также контракты на процентные ставки и фондовые индексы, а позже и деривативы (свопы, опционы и фьючерсы) [27]. Например, в 2011 г. данный надзорный орган раскрыл примечательный случай фиктивных сделок, в котором нарушителями были российские граждане. Борис и Аркадий Ротенберги, каждый из которых владел 37,2% акций «СМП Банка», осуществляли фиктивные операции на Чикагской товарной бирже (Chicago Mercantile Exchange, CME) с кипрской компанией Epaster Investments, счетами которой руководили сотрудники «СМП Банка». Манипулятивные действия были совершены над неликвидными опционными контрактами, которые при их исполнении можно было обменять на фьючерсы по 12,5 млн японских иен за штуку. 15 апреля 2011 г. от компании Epaster Investments была выставлена заявка на приобретение 100 колл-опционов с датой исполнения в марте следующего года, ценой исполнения \$1000 и стоимостью \$2380, однако биржа заморозила данную операцию как ошибочную (ее стоимость вышла за верхнюю границу заданного допустимого диапазона цен). Тем не менее заинтересованные лица «СМП Банка» продолжили эксперименты с большими

ценовыми отклонениями с целью выяснения допустимого уровня стоимости операции и подали в общей сложности около десятка подобных нестандартных заявок, пока CME не разрешила заявку объемом 100 колл-опционов с ценой исполнения \$1000 и стоимостью \$2170, после чего их выкупила кипрская организация. Дальнейшие сделки между двумя компаниями в тот день осуществлялись при цене \$2118, в результате них компания Epaster Investments терпела убытки, а банк получал прибыль. Подобные операции «СМП Банк» проводил также 20 и 29 апреля и 5 мая 2011 г., после чего CFTC приговорила банк и кипрскую компанию к выплате штрафов в размере \$980 тыс. [5].

Организаторы торговли и саморегулируемые организации

Помимо государственных органов надзора противодействие манипулятивной практике оказывают биржи и саморегулируемые организации (СРО), причем последние порой используют системы, которые являются более эффективными по сравнению с государственными механизмами регулирования. В компетенцию организаторов торговли, наряду с проведением расследований, входит также подготовка дел к рассмотрению в собственных арбитражных судах [4, с. 4]. Например, на Нью-Йоркской фондовой бирже контролем нестандартных сделок занимается ее дочернее некоммерческое предприятие NYSE Regulation, включающее департаменты надзора, расследования и правоприменения [16, с. 68]. Данный орган склонен к набору большого числа сотрудников: например, в отделе регулирования заняты более 500 человек [4, с. 5]. Система контроля базируется на результатах проверки сделок автоматизированной компьютерной программой и аналитических оценках экспертов [16, с. 68]. Первые подобные автоматизированные системы фиксации злоупотреблений на финансовом рынке США

появились в 1980-х гг., после чего началось их активное и эффективное внедрение. Функционально они состоят из двух систем: сигнальной и информационно-аналитической. Рассмотрим технологии, на основе которых работают сигнальные системы.

■ Системы регистрации простых отклонений фиксируют расхождение характеристик различных финансовых инструментов (стоимости, объема сделок и количества операций с ними в определенный промежуток времени) со среднерыночными значениями на заранее установленную в настройках программы величину, задать которую можно как в абсолютных, так и в относительных показателях.

■ Системы, использующие принципы статистического анализа, дают возможность более корректно интерпретировать колебания во внутрисуточных сессиях, сезонные отклонения и заметить комбинированные операции, при которых каждая входящая в них сделка не выходит за границы нормальной рыночной картины, а все вместе они показывают отклонение от тренда (например, сделки предварительно договорившихся участников торговли). Подобная модель активно используется с 1989 г. на американской бирже NASDAQ¹ (в автоматической системе наблюдения SWAT (StockWatch Automatic Tracking system)) [28].

■ Комплексные системы объединяют сбор, структуризацию и обобщение информации об операциях с помощью графиков торговых сессий и выявление прямых и косвенных зависимостей между событиями. Данные системы использовались сначала на Американской фондовой бирже, а впоследствии и на выкупившей эту площадку Нью-Йоркской бирже. На последней применяется автоматизированная система надзора ICASS (Integrated Computer Assisted Surveillance System), разработанная консультантами из ведущих высших учебных заведений США и лауреатами Нобелевской премии [4, с. 2]. Она включает два модуля:

¹ NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) — автоматическая котировка Национальной ассоциации биржевых дилеров. — *Прим. ред.*

- межбиржевую контролирующую информационную систему (Intermarket Surveillance Information System, ISIS), фиксирующую все сделки купли-продажи и отмечающую операции с отклонениями от рыночных параметров;
- базу данных для автоматизированного поиска (Automated Search and Match, ASAM), которая содержит информацию о 800 тыс. директорах, временных представителях власти, юристах и аудиторах из более 100 тыс. корпораций, их дочерних предприятий и филиалов [17, с. 215–216].

Расследование инициируется не только после сигнала автоматизированной системы — о возможном преступлении может сообщить каждый гражданин письменно или по телефону. В соответствии с законом Додда — Франка, осведомителям, предоставившим в SEC достоверную информацию о законодательных нарушениях (в том числе о манипулировании) на сумму от \$1 млн, выплачивают от 10% до 30% суммы штрафа [20, с. 1]. Механизм оказался популярным как среди американцев (жалобы поступали из всех 50 штатов, а также Колумбии и Пуэрто Рико), так и представителей 49 других стран [20, с. 5]. Всего за семь первых недель после принятия закона комиссия приняла 334 жалобы на сомнительные действия участников финансового рынка, 54 из которых были связаны с манипулированием ценами. В 2011 г. число осведомителей, предоставивших сведения о манипулировании, достигло 338 человек, а в 2012 г. увеличилось до 457 [20, с. 11]. Поступающая информация детально проверяется более чем 50 юристами Комиссии по ценным бумагам и биржам и сотрудниками ФБР.

Практика выявления случаев манипулирования

США известны не только хорошо разработанным законодательством, но и большим количеством судебных прецедентов. Например, 30 мая 2001 г. Роберто Катоджио, соучредитель Nanover,

Sterling & Company и трех других фиктивных брокерских компаний, был приговорен судьей окружного Бруклинского суда к почти 12 годам лишения свободы и выплате штрафа в размере \$80 млн. С помощью данных компаний финансист на протяжении восьми лет играл на повышение акций с низким кредитным рейтингом 17 эмитентов, а затем, обещая высокие доходы, осуществлял продажу этих бросовых ценных бумаг своим клиентам, которые потеряли более \$150 млн [9, 19].

Среди более современных прецедентов можно выделить случай, произошедший в 2015 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам обязала 15 физических и 19 юридических лиц возратить нечестно заработанные денежные средства и выплатить штрафы за использование схемы биржевого мошенничества Pump and Dump (они искусственно завышали цены акций компаний Warrior Girl Corp. и Nature's Peak (ранее Everock Inc.) для их дальнейшей продажи по большей стоимости) [31].

В 2015 г. также была разоблачена интересная схема манипулирования ценами. 29 января 2013 г. Джеймс Алан Крейг создал фальшивый аккаунт в Twitter, имитирующий страницу компании Audience Inc., и опубликовал серию ложных твитов, в которых утверждалось, что Audience Inc. находится под следствием. Это привело к резкому падению цен на акции компании (оно составило 28%) и полной остановке их торгов на бирже NASDAQ. На следующий день трейдер повторил мошенническую схему в отношении акций компании Sarepta Therapeutics Inc., цена которых снизилась на 16%. Во время проведения манипулятивных атак Крейг активно торговал ценными бумагами, однако существенно повысить прибыль ему не удалось, что, впрочем, не освободило его от ответственности за содеянное: в ноябре 2015 г. он был осужден Федеральным судом Северного округа Калифорнии [6, 32].

Часто трейдеры не ограничивались лишь одним видом мошенничества при осуществлении манипулятивных действий. Например, в 2007–2008 гг. М. Таксон и И. Коэн использовали сразу

несколько тактик с целью продажи крупного пакета акций компаний Raven Gold Corporation (RVNG) и Kentucky USA Energy Inc. (KYUS) по искусственно завышенным ценам.

- Они продавали акции RVNG друг другу для того, чтобы создать видимость ликвидности данных ценных бумаг. В июне 2007 г. эти операции, осуществленные с различных брокерских счетов, составляли значительную долю ежедневных торгов бумагами компании.

- Таксон и Коэн создали и распространили гляцевый рекламный проспект под названием «Обзор трендов фондовой биржи», содержащий ложную информацию (например, обещание осуществить в июле 2007 г. специальную эмиссию для премиум-членов) и призывающий приобрести акции компании RVNG. В результате цена акций возросла на 184% (с \$0,61 до \$1,73).

- Трейдеры с посредником использовали зарубежные счета для манипулирования акциями компании KYUS.

- В мае 2008 г. Таксон подавал и отменял заявки от лица различных брокеров для создания видимости ликвидности бумаг компании KYUS, в результате чего их цена возросла на 562% (с \$0,6 до \$3,97).

Упомянутые операции привели к получению незаконной прибыли в размере \$17,2 млн, из которых Таксон и Коэн присвоили приблизительно \$2,4 млн. Поскольку оба преступника признали свою вину, вместо максимально возможного наказания в виде смертной казни американский окружной судья Джоус Линерес 27 мая 2015 г. приговорил их к пяти годам тюремного заключения и выплате штрафа в размере \$250 тыс. либо выплате суммы, равной удвоенному убытку пострадавших от их действий, без тюремного заключения [36].

Эти и многочисленные подобные примеры показывают, что американская практика борьбы с рыночным манипулированием ценами является весьма эффективной. В США успешно раскрываются даже самые изощренные случаи манипулирования, а благодаря развитой судебной системе

манипуляторы практически не имеют шансов уйти от ответственности. При этом наказание является очень суровым, вплоть до применения высшей меры, что отличает систему США от аналогичных систем, применяемых в других странах.

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Несмотря на то что в Великобритании накоплен меньший, чем в США, опыт борьбы с рыночными манипуляциями, ей удалось достичь немалых успехов в этой области. Основой комплексной системы противодействия рыночным манипуляциям в данной стране также являются хорошо разработанное законодательство и компетентная деятельность надзорных органов.

Законодательство

Основные предписания и нормы, направленные на регулирование манипулирования ценами рыночных активов в Великобритании, изложены в разделе 47 Закона о финансовых услугах, принятом в 1986 г. (Financial Service Act 1986) [25]. В пункте 1 раздела 47 данного документа профессиональным участникам рынка ценных бумаг и иным лицам запрещается прибегать к ложным заявлениям или прогнозам, сокрытию существенной информации и другим способам введения граждан в заблуждение. Пункт 2 раздела 47 содержит запрет на любое действие, которое может ввести других участников фондового рынка в заблуждение относительно рыночной конъюнктуры, актуальной цены финансового инструмента или других его характеристик для побуждения к купле-продаже или воздержанию от них.

Следует отметить, что нарушение правил раздела 47 считается уголовным преступлением, поэтому при его совершении применяются такие меры наказания, как заключение в тюрьму или штраф. Государственные органы также вправе через суд потребовать взыскания с ответчика по делу о манипулировании денежных средств

в размере суммы убытков потерпевшей стороны. Согласно данному закону, к манипулятору могут быть также применены следующие виды дисциплинарных взысканий:

- приостановка или аннулирование лицензии на проведение профессиональной работы на фондовом рынке;
- запрет на совершение конкретных операций, работу с некоторыми людьми или странами;
- ограничение распространения некоторых видов активов, требование передачи их части в траст, запрет транспортировки активов в иные страны;
- дисквалификация;
- публичное обвинение регулирующим органом;
- неформальное оповещение участников рынка о субъектах, чья деятельность наносит урон инвесторам и финансовому рынку в целом [12, с. 276–278].

В целом можно отметить, что законодательство в Великобритании позволяет достаточно эффективно бороться с рыночным манипулированием ценами, а наказания весьма строги, хотя и не так суровы, как в США.

Надзорные органы

Отличительной характеристикой рынка ценных бумаг в Великобритании является практически полная его независимость от государства, которое выступает лишь в качестве посредника между участниками рынка, а также занимается законотворчеством и подготовкой нормативной базы. Традиционно ключевые методы координации фондового рынка Великобритании включают неформальные способы его регулирования (исторически сложившийся способ ведения дел, договоренности между участниками сделки, переговоры по решению конфликтных или спорных моментов). При этом основные надзорные функции за рынком ценных бумаг взяли на себя саморегулируемые организации и биржи. Стать профессиональным участником торгов на фондовом рынке

можно только при условии членства в одной или нескольких СРО. Каждая из этих организаций имеет детально разработанные правила, соблюдение которых обязательно для каждого участника. Кроме того, все субъекты рынка ценных бумаг должны пройти лицензирование, осуществляемое неправительственной организацией — Советом по ценным бумагам и фьючерсам (Securities and Futures Authority, SFA), а затем строго выполнять все предписания данного органа. В противном случае SFA вправе оштрафовать нарушителя и исключить его из своих членов, в результате чего доступ на рынок для этого участника будет закрыт [12, с. 109–111].

ГЕРМАНИЯ

Некоторые предписания относительно манипулирования ценами появились в Германии даже раньше, чем в США. Несмотря на то что в целом на сегодняшний день система противодействия манипулированию в этой стране разработана не так хорошо, как в США, она содержит некоторые элементы, позволяющие эффективно справляться с данной проблемой.

Законодательство

Основы правовой базы рынка ценных бумаг Германии были заложены принятием Закона о биржах в 1896 г. В параграфе 88 данного документа содержатся упоминания о манипулировании ценами и устанавливается ответственность в виде штрафа или тюремного заключения сроком до трех лет за предоставление неверной или неточной информации (или ее сокрытие) и другие мошеннические действия, приводящие к изменению биржевой цены финансовых инструментов [12, с. 281]. Более конкретные ограничения на манипулирование ценами были введены лишь в 1994 г. параграфом 32 Закона об операциях с ценными бумагами. Они способствовали привлечению на фондовый рынок Германии инвесторов

из-за рубежа и стимулировали последовательный рост важнейшего фондового индекса Германии — индекса капитализации DAX (Deutscher Aktienindex) [4, с. 5].

Важной особенностью правоприменения в Германии является то, что манипулирование ценами считается уголовным преступлением, если оно оказало влияние на стоимость ценной бумаги (тогда нарушителей ждет уголовное наказание). В иных случаях применяются менее жесткие меры. В целом законодательство данной страны в рассматриваемой области является менее строгим по сравнению с США и Великобританией.

Государственные надзорные органы

Система регулирования фондового рынка Германии имеет следующие исторически сложившиеся особенности: главными надзорными органами выступают специальные земельные комиссариаты, которые прикрепляются к биржам на основе территориального деления. Например, контроль за Франкфуртской фондовой биржей осуществляется комиссариатом земли Гессен. В настоящее время данный комиссариат располагает персональным автоматизированным механизмом надзора за рынком и осуществляет весь спектр функций слежения — от выявления нестандартных сделок до подготовки исков к судебным слушаниям [4, с. 4].

Упомянутым законом 1994 г. был введен еще один контролирующий орган — Федеральное ведомство по надзору за торговлей ценными бумагами (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, BAWe). Позже был создан мегарегулятор — Федеральное управление финансового надзора (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), который охватил все финансовые рынки: банковских услуг, страхования и ценных бумаг. Данное управление наделено внушительными полномочиями: помимо права требовать предоставления перечня необходимых документов и иной важной для мониторинга рынка информации, BaFin может обыскивать здания, в которых

расположены подозреваемые в совершении правонарушения компании, а в случае обнаружения улик, свидетельствующих о преступлении, передает дело в прокуратуру. BaFin вправе и лично налагать штрафы на сумму до €1,5 млн, причем даже за такие случаи манипулирования, при которых цена листинговой бумаги не изменилась [16, с. 68–69].

Организаторы торговли

Еще одним немаловажным органом надзора за деятельностью участников рынка ценных бумаг являются сами биржи, которые также имеют право осуществлять расследования и вмешиваться в процесс нестандартной сделки в целях поддержания справедливого ценообразования и обеспечения добросовестного осуществления сделок [16, с. 69]. Например, в структуре Франкфуртской биржи предусмотрена служба надзора, которая осуществляет контроль работы биржевого механизма на всех этапах совершения сделок. Если этот орган выявляет факты манипулирования ценами, то моментально информирует об этом земельный комиссариат данной территории, куда передает информацию о собственной оценке происходящего и все нужные для проведения более тщательного расследования материалы дела [4, с. 4].

В Германии действует механизм, напоминающий закон Додда — Франка в США, однако не предусматривающий денежного вознаграждения за предоставленную информацию: существуют горячие линии, которыми могут воспользоваться сотрудники компаний для сообщения о нарушениях [11]. Несмотря на то что данная практика применяется не на государственном уровне, она является весьма эффективной и позволяет осуществлять тщательный поиск рыночных злоупотреблений.

Выявляемые случаи манипулирования и наказание за них

На основании изучения общей практики противодействия рыночному манипулированию

в Германии можно сделать вывод о том, что на сегодняшний день применяемая в данной стране система не показывает каких-либо результатов из-за пробелов в законодательстве и достаточно лояльного подхода к наказанию за случаи манипулирования в целом.

Хорошим примером, подтверждающим этот вывод, является история с манипулированием акциями всемирно известной автомобильной компании Porsche [1–3, 7, 18, 29]. В течение 2008 г. данная компания пять раз публично опровергала слухи о планах поглотить концерн Volkswagen и уверяла инвесторов, что интерес Porsche ограничивается исключительно альянсом с ним. В то же время председатель правления компании Венделин Видекинг и финансовый директор Хольгер Хертер реализовывали тайную схему поглощения через скупку расчетных опционов, предполагающих проведение расчетов без физической передачи акций (по законодательству Германии информация о подобных сделках может быть не раскрыта). Компания Porsche, изначально владевшая 31% акций Volkswagen, увеличила свою долю сначала до 50%, а затем до 74,1%.

Заявление немецкого автопроизводителя о планах получить 75%-ную долю акций Volkswagen, обеспечивающую контроль над концерном в соответствии с немецкими правовыми актами, было сделано лишь 26 октября 2008 г. и оказалось сюрпризом для инвесторов. В результате акции Volkswagen резко взлетели в цене: накануне заявления их рыночная стоимость колебалась на уровне €210, а уже спустя день они торговались по \$1 тыс. за штуку. Совокупный ущерб для инвесторов составил около \$10 млрд. Убытки понесли около 50 немецких и европейских компаний, среди которых были хедж-фонды, банки и другие финансовые структуры. Наиболее трагично данная история закончилась для Адольфа Меркеля, основателя фармацевтической компании Ratiopharm и владельца хедж-фонда HWO: один из самых богатых жителей Германии играл на понижение акциями Volkswagen и после стремительного взлета их цены покончил жизнь самоубийством.

Первыми истцами по делу, возбужденному в результате данного случая, выступили компании Elliott Associates LP, Glenhill Capital LP и Glenview Capital Partners LP, оценившие свой ущерб в \$1 млрд в 2009 г. и в \$4 млрд при повторных обращениях в 2010 г. и 2012 г. Упомянутый хедж-фонд HWO также подал иск на сумму €213 млн. В мае 2013 г. иск предъявили еще семь различных хедж-фондов, однако суд Нью-Йорка даже не принял его к рассмотрению. Всего в суд обратились 28 хедж-фондов, но судьба их исков также была неутешительна несмотря на то, что на бывших топ-менеджеров Porsche завели уголовное дело, которым одновременно занимались Федеральное ведомство по надзору за финансовыми услугами, прокуратура Штутгарта и власти Франкфурта. Дело в том, что немецкий производитель автомобилей не был зарегистрирован на фондовой бирже США, к тому же в 2010 г. Верховный суд Германии ограничил права акционеров в сфере подачи исков на иностранные компании. Кроме того, немецкая судебная система ориентирована на ограничение доступа к внутренним документам корпораций. Фактически компания Porsche не нарушила законодательство Германии. В связи с недостатками правовой базы десятки обманутых инвесторов не получили никакой компенсации убытков, а сам автоконцерн не был привлечен к ответственности.

Данный случай хорошо иллюстрирует мягкость применяемой в Германии системы противодействия манипулированию ценами, которая часто позволяет правонарушителям избежать наказания либо понести его в менее строгой форме.

ШВЕЙЦАРИЯ

Несмотря на то что система противодействия манипулятивным операциям Швейцарии не приобрела широкую известность, ей свойственны весьма эффективные механизмы, которые могут успешно применяться и в других странах, в том числе в России [16, с. 69].

Законодательство

В силу глобальной зависимости от эффективной деятельности компаний финансово-банковского сектора, а также ряда исторических особенностей развития рынка, для борьбы с манипулятивной практикой в Швейцарии используется преимущественно уголовное законодательство. Статья 161bis второй книги второго раздела Уголовного кодекса Швейцарии, принятого 21 декабря 1937 г. [21], содержит указания на то, что любое лицо, которое попытается оказать влияние на рыночную стоимость ценных бумаг ради получения для себя или третьего лица незаконной выгоды, распространит заведомо ложную или вводящую в заблуждение информацию либо совершит куплю-продажу финансовых инструментов в пользу лиц, связанных с этой деятельностью, заслуживает наказания в виде тюремного заключения до трех лет или денежного штрафа. Различные административные санкции (от взятия субъектов рынка ценных бумаг под особое наблюдение до лишения их полномочий профессиональных участников) распространяются на более широкий перечень сделок.

Такая система, безусловно, является более мягкой по сравнению с механизмами, используемыми в других развитых странах, но благодаря широкой и успешной практике ее применения позволяет достаточно эффективно сдерживать рыночные манипуляции.

Государственный надзорный орган

Федеративное устройство Швейцарии схоже с таковым Германии, поэтому регулирование финансовых рынков (в частности, надзор за манипулированием ценами) также ведется на трех уровнях: саморегулируемых организаций, кантональных властей и федерального мегарегулятора — Швейцарской службы по надзору за финансовыми рынками (Swiss Financial Market Supervisory Authority, FINMA). Данная служба была создана 1 января 2009 г. в качестве контролирующего

органа всех швейцарских финансовых институтов (осуществляющих биржевую деятельность, банков, страховых компаний и иных финансовых посредников). Слаженная работа данных организаций позволяет эффективно отслеживать и раскрывать мошеннические операции, поэтому серьезных проблем с манипулированием ценами на рынке Швейцарии не наблюдается.

Организаторы торговли

Согласно статье 6 Акта о ценных бумагах и биржах (Swiss Federal Act on Stock Exchanges and Securities Trading (SESTA)) 1995 г. [24] биржам как саморегулируемым организациям предоставляются широкие полномочия в сфере мониторинга торговых площадок для выявления нестандартных сделок. В случае обнаружения недобросовестной торговли биржа обязана сообщить об этом факте FINMA, которая начинает расследование по данному делу и налагает на нарушителей уголовное или административное наказание. Тем не менее правом проводить расследования и применять санкции обладают оба упомянутых органа (и биржи, и FINMA). Например, биржи могут использовать в отношении манипуляторов такие дисциплинарные взыскания, как выговор, временное прекращение действия их лицензий и даже штраф на сумму более 10 млн швейцарских франков. Такая система наказания способствует налаживанию эффективного противодействия рыночным махинациям.

ВОЗМОЖНОСТЬ ПРИМЕНЕНИЯ В РОССИИ МЕТОДОВ БОРЬБЫ С МАНИПУЛИРОВАНИЕМ, ИСПОЛЬЗУЕМЫХ В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ

Анализируя опыт борьбы с манипулированием ценами развитых стран, мы ставили перед собой задачу выявить практические методы, которые при использовании на национальном рынке могут способствовать повышению эффективности

применяемых механизмов и внедрению новых. В результате были сформированы следующие рекомендации.

■ По нашему мнению, на отечественном рынке прежде всего необходимо ввести материальные премии за предоставление информации о манипулировании ценами по образцу американского закона Додда — Франка. Информатор как непосредственный участник рыночных сделок может реагировать на нестандартные операции более оперативно, поскольку способен лучше оценить рыночную ситуацию, чем представители надзорных органов. Внедрение горячей линии можно начать с механизма, аналогичного применяемому в Германии.

■ В модернизации также нуждается российская автоматизированная система выявления манипулятивных операций, поскольку она является базой для массового обнаружения подобных правонарушений. Лучшим образцом может послужить многоуровневая американская система, предполагающая наблюдение за широким спектром различных показателей и дальнейшую их обработку.

■ Территория Российской Федерации очень велика, в общей сложности она включает 85 субъектов, поэтому целесообразным является создание земельных комиссариатов, подобных немецким и швейцарским надзорным органам, которые будут отвечать за соблюдение законодательства в сфере рыночного манипулирования на прикрепленных к ним территориях. Это, безусловно, позволит более тщательно подойти к борьбе с рыночными злоупотреблениями.

■ Для контроля за обеспечением прозрачности рынка на всех уровнях требуется расширение полномочий и обязанностей саморегулируемых организаций и организаторов торгов. В качестве примера можно использовать экономические отношения, сложившиеся в Великобритании. Например, следует законодательно утвердить требования к участникам рынка, согласно которым ими могут стать только члены СРО, неукоснительно соблюдающие ее внутренние правила, включая контроль за предотвращением манипулятивных операций собственных клиентов.

■ Эффективным способом предупреждения правонарушений может стать введение по образцу Великобритании ряда дисциплинарных мер (помимо существующих уголовных и административных), налагать которые на нарушителей будут иметь право биржи. В таком случае манипулятор понесет ответственность в кратчайшие сроки, минуя многолетние и порой безрезультатные судебные разбирательства.

По нашему мнению, использование перечисленных механизмов, безусловно, повысит эффективность российской системы противодействия манипулятивным операциям. Можно начать с самых простых из них и далее последовательно переходить к более сложным, требующим комплексных законодательных изменений. Внедрение данных мер будет способствовать не только решению проблемы рыночных злоупотреблений, но и развитию российского фондового рынка в целом, что в эпоху обострения экономических и политических проблем окажет немалую помощь национальной экономике.

ИСТОЧНИКИ

1. Амирджанян М. Инвесторы подали новый иск к Porsche. — http://www.vedomosti.ru/auto/articles/2012/10/12/investory_podali_novyj_isk_k_porsche.
2. Анисимов Г. Бывший гендиректор Porsche обвиняет прокуроров в помощи хедж-фондам. — <http://www.vedomosti.ru/auto/articles/2015/10/22/614035-gendirektor-porsche-obvinyayet-prokurorov>.
3. Анисимов Г. Инвесторы подали на Porsche иски в немецкий суд. — http://www.vedomosti.ru/auto/articles/2012/06/27/investory_podali_na_porsche_v_sud_izza_sokrytiya_planov_po.

4. Астанин Э., Салахутдинов В. Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт. — <http://old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=453>.
5. Вержбицкий А. Кто и как манипулирует на российском финансовом рынке. — <http://assetmanager.ru/statiipressa/manipulations/471-2012-12-28-10-02-45.html>.
6. Власти США обвинили трейдера в манипулировании котировками через Twitter. — <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/563c76d89a7947607b1e933b>.
7. Голотенко Е. Желая поглотить Volkswagen, Porsche сам стал жертвой. — <http://pravo.ru/interpravo/news/view/23743>.
8. Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. №195-ФЗ (ред. от 6 июля 2016 г.). — http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34661.
9. Козицын С. Фондовое мошенничество оценили в 12 лет тюрьмы. — <http://www.kommersant.ru/doc/269160>.
10. Перечень выявленных случаев неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком. — http://www.cbr.ru/finmarkets/print.aspx?file=files/inside/table.htm&pid=inside_detect&sid=ITM_26341.
11. Полоцкий А. Информаторы в помощь. — <http://www.retailer.ru/item/id/64874>.
12. Рот А. и др. Основы государственного регулирования финансового рынка. — М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2002.
13. Уголовный кодекс Российской Федерации от 13 июня 1996 г. №63-ФЗ (ред. от 6 июля 2016). — http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10699.
14. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ (ред. от 3 июля 2016 г.) «О рынке ценных бумаг». — http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148.
15. Федеральный закон от 27 июля 2010 г. №224-ФЗ (ред. от 3 июля 2016 г.) «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». — http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_103037.
16. Худякова Л.С. Международный опыт борьбы с манипулятивными сделками на финансовых рынках. — http://www.cbr.ru/publ/money-andcredit/hudyakova_07_11.pdf.
17. Цвижба М.Б. Система регулирования рынка ценных бумаг США. Возможность применения зарубежного опыта в борьбе с неправомерными практиками на рынке ценных бумаг России // Историческая и социально-образовательная мысль. — 2014. — №6–1. — С. 213–217.
18. Черешнева З. Идет нагнетание с целью получить большую сумму с руководителей Porsche. — <http://www.kommersant.ru/doc/2398797>.
19. *12-Year Term in Largest Securities Fraud*. — <http://www.nytimes.com/2001/05/31/business/12-year-term-in-largest-securities-fraud.html>.
20. *Annual Report on the Dodd-Frank Whistleblower Program. Fiscal Year 2012*. — <https://www.sec.gov/about/offices/owb/annual-report-2012.pdf>.
21. *Code Pénal Suisse du 21 Décembre 1937*. — <https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/19370083/index.html#a161bis>.
22. *Commodity Exchange Act*. — <http://legisworks.org/sal/49/stats/STATUTE-49-Pg1491a.pdf>.
23. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. — <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.
24. *Federal Act on Stock Exchanges and Securities Trading (Stock Exchange Act, SESTA)*. — <http://www.six-swiss-exchange.com/download/participants/participation/education/sesta-stock-exchange-act-en.pdf>.
25. *Financial Service Act 1986*. — http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/60/pdfs/ukpga_19860060_en.pdf.
26. *Investment Advisers Act of 1940*. — <https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>.
27. *Mission & Responsibilities*. — <http://www.cftc.gov/About/MissionResponsibilities/index.htm>.
28. *NASDAQ Timeline*. — <http://www.nasdaq.com/about/timeline.pdf>.
29. Porsche отбился от иска на миллиард долларов. — <https://lenta.ru/news/2012/12/28/porsche>.
30. *Sarbanes-Oxley Act of 2002*. — <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>.
31. *SEC Charges 34 Defendants in Microcap Market Manipulation Schemes*. — <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-146.html>.
32. *SEC Charges: False Tweets Sent Two Stocks Reeling in Market Manipulation*. — <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-254.html>.
33. *Securities Act of 1933*. — <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.
34. *Securities Exchange Act of 1934*. — <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.
35. *Trust Indenture Act 1939*. — <https://www.sec.gov/about/laws/tia39.pdf>.
36. *Two Canadian Men Admit Roles in \$17 Million Microcap Stock Manipulation Scheme*. — <https://www.justice.gov/usao-nj/pr/two-canadian-men-admit-roles-17-million-microcap-stock-manipulation-scheme>.