

УДК 336

МАНИПУЛИРОВАНИЕ ЦЕНАМИ РЫНОЧНЫХ АКТИВОВ: СРАВНЕНИЕ ОПЫТА РОССИИ И США

Володин С.Н.,

канд. экон. наук, доцент департамента финансов,

НИУ ВШЭ,

svolodin@hse.ru

Емелькина А.И.,

ассистент преподавателя,

НИУ ВШЭ,

101000, г. Москва, ул. Мясницкая, д. 20

E-mail: enastushka@gmail.com

Несмотря на то что практика манипулирования ценами финансовых инструментов зародилась много лет назад, на сегодняшний день данный вид мошенничества считается одной из наиболее значимых и актуальных проблем фондовых рынков. Особенно ярко проблема манипулирования проявляется на развивающихся рынках, в том числе на российском. В предлагаемой статье авторами описывается текущая ситуация на отечественном рынке, а также приводится сопоставление с американской системой борьбы с манипулированием. Отмечается, что отечественная система противодействия неправомерным сделкам нуждается в комплексной модернизации, и успешному ее проведению может способствовать ориентация на американский опыт.

Ключевые слова: фондовый рынок, регулирование рынка ценных бумаг, манипулирование ценами, финансовые правонарушения.

THE MANIPULATION OF MARKET ASSETS' PRICES: COMPARING THE EXPERIENCE OF RUSSIA AND THE USA

Volodin S.N,

Emelkina A.I.

Despite the fact that the practice of manipulation of financial instruments' prices originated many years ago, today this type of fraud is one of the most important and urgent problems of stock markets. The problem of manipulation appears extremely critical on emerging markets, including Russian. This article contains the description of the current situation in the national market and also provides a comparison with the American system of the fight against manipulation. The authors consider the Russian system of resistance to illegal transactions to be in need of comprehensive modernization, and its successful conduction can be facilitated by orientation to the American experience.

Key words: stock market, regulation of securities market, manipulation of prices, financial crime.

АКТУАЛЬНОСТЬ ПРОБЛЕМЫ МАНИПУЛИРОВАНИЯ ДЛЯ РОССИИ

Проблема рыночных правонарушений на развивающемся российском фондовом рынке имеет место еще с 90-х годов, когда в силу слабого законодательства такие операции получили большой размах. Однако по мере стабилизации экономики данная проблема не исчезла сама собой, ввиду чего к отечественному рынку наблюдается негативное отношение как у отечественных, так и у зарубежных инвесторов — что напрямую препятствует притоку на него капитала, особенно «длинных» денег институциональных инвесторов.

На сегодняшний день борьба с манипулированием становится еще более актуальной, поскольку проблема оттока капитала с рынка усилилась и за счет отрицательного общеэкономического фона. Известно, что основным поставщиком средств на рынок являются домохозяйства, однако ввиду наступающего кризиса доля граждан, имеющих денежные запасы, неуклонно сокращается. Согласно опросу исследовательского холдинга «Ромир» [рис. 1] к 2016 г. число людей, у которых нет и не было сбережений, увеличилось на 9% по сравнению с 2015 г. Доля россиян, обладающих сбережениями, снизилась на 4% с 2015 г. (на 55% с 2013 г.) (рис. 1).



Рис. 1. Сбережения россиян [10]

Аналогичное исследование Sberbank CIB «Потребительский индекс Иванова», охватывающее лишь средний класс, показывает, что доля лишенных сбережений россиян из данной выборки также увеличилась с 36% (4 квартал 2015 г.) до 41% (1 квартал 2016 г.) [4].

Помимо внутреннего спроса, немаловажным компонентом инвестиций в российские ценные бумаги также являются иностранные вложения, поток которых с 1998 г. по 2013 г. имел весьма серьезные колебания вследствие сильной зависимости от политической и общеэкономической ситуации в стране [рис. 2]. По этим же причинам сейчас наблюдается еще больший отток иностранных инвестиций. Появление у России дополнительных проблем в виде санкций и ограничения сотрудничества с США и некоторыми странами Евросоюза в ответ на принятие в 2014 г. в состав государства Республики Крым усугубляют ситуацию и свидетельствуют о снижении объема иностранных инвестиций на протяжении 2014–2016 гг. (рис. 2).

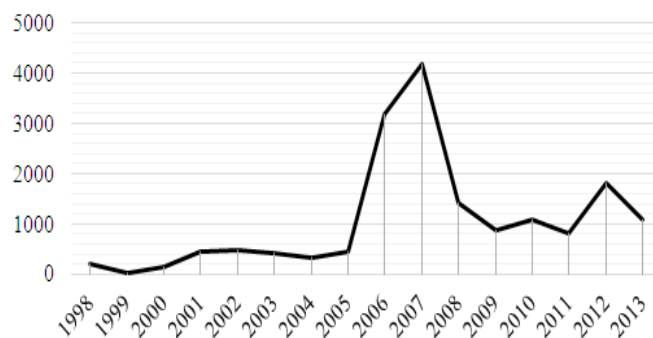


Рис. 2. Объем вложений в отечественные ценные бумаги, поступивших от иностранных инвесторов, млн долл. США [11]

Из-за оттока средств основных инвесторов отечественный фондовый рынок отличается низкой ликвидностью и преобладанием спекулянтов, увеличивающих его волатильность и негативно влияющих на общую стабильность. Поэтому сегодня, как никогда ранее, необходимо улучшение ситуации путем повышения качества рыночного ценообразования, что может способствовать увеличению интереса к нему, несмотря на иные действующие негативные факторы. И здесь борьба с манипулированием является одним из главных направлений возможных действий.

НЕГАТИВНЫЕ ЭФФЕКТЫ МАНИПУЛИРОВАНИЯ

Манипулирование, воздействуя на финансовый рынок извне, разрушает его упорядоченность и стабильность: цены приобретают искусственный характер, реальная информация заменяется на искаженную, возникают диспропорции — одни контрагенты получают необоснованную прибыль, а другие терпят убытки по независящим от них причинам. Манипулирование ценами вытесняет естественную, свободную торговлю, подрывая доверие граждан по отношению к фондовому рынку, что и приводит к оттоку инвестиций. Согласно опросу, проведенному в 2010 г. Всероссийским центром изучения общественного мнения [рис. 3], доля россиян, вкладывающих свободные денежные средства в ценные бумаги, колебалась около 0%, причем были и те граждане, которые выразили сожаление об использовании подобного вида вложений и не собираются прибегать к нему в будущем. (рис. 3)

Для сравнения можно отметить, что на фондовом рынке США в 2009 г. более половины домашних хозяйств владели акциями средней стоимостью \$35 тыс. [1, с. 13]. А по данным на 2011 г. розничные финансовые активы оценивались уже в \$47,6 млрд, что составило 72% совокупных активов домохозяйств [14, с. 64]. Это, конечно, не идет ни в какое сравнение с данными по россий-

скому рынку. И одним из важных факторов является доверие американских инвесторов к рыночному ценообразованию, в том числе благодаря активной борьбе с манипулированием, которая ведется на американском рынке. По мнению авторов, именно использование зарубежного, в частности американского, опыта борьбы с манипулированием может позволить российскому рынку восстановить доверие инвесторов и увеличить приток средств на него.

ЗАКОНОДАТЕЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ КАК ОСНОВА БОРЬБЫ С РЫНОЧНЫМ МАНИПУЛИРОВАНИЕМ

Одно из первых законодательно оформленных упоминаний о манипулировании ценами финансовых инструментов в России появилось лишь 22 апреля 1996 г. в законе № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в п. 2 ст. 51, однако данный правовой акт не содержал исчерпывающего определения рассматриваемого феномена или перечня действий, которые можно было бы относить к данному правонарушению. То есть фактически борьба с манипулированием на тот момент отсутствовала.

Понятие манипулирования начало раскрываться в Указании Центрального банка РФ № 603 «О порядке осуществления внутреннего контроля за соответствием



Рис. 3. Направление свободных денежных средств [1, с. 12]

деятельности на финансовых рынках законодательству о финансовых рынках в кредитных организациях» от 7 июля 1999 г., а еще более подробно недобросовестная практика рассматривается ЦБ в п. 5.4.2 методических рекомендаций по проверкам кредитных организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность на рынке ценных бумаг, которые были утверждены письмом ЦБ № 179-Т 17 июня 1999 г. и не имеют силы нормативного акта, а также в п. 4.1–4.2 Указании ЦБ № 603-У «О порядке осуществления внутреннего контроля за соответствием деятельности на финансовых рынках законодательству о финансовых рынках в кредитных организациях» от 7 июля 1999 г., где уже содержался широкий перечень нестандартных сделок.

Закон № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ», разрабатываемый еще с 1997 г. [5, с. 75], был принят лишь 27 июля 2010 г. Данный документ также ввел меры ответственности за совершение манипулятивных действий, которые были внесены в качестве изменений в п. 10 ст. 39.1 закона «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ, п. 6 ст. 3.5; ст. 15.30; п. 4 ст. 13.45 Кодекса об административных правонарушениях РФ № 195-ФЗ и ст. 185.3 Уголовного кодекса РФ № 63-ФЗ. В целом российское законодательство сегодня является неплохой базой для борьбы с манипулированием, однако ввиду крайне малой длительности его использования еще не выработались необходимые нормы правоприменения.

В отличие от России американский опыт борьбы с манипулированием ценами является значительно более длительным. Первый законодательный акт, направленный на защиту инвесторов фондового рынка от недобросовестных практик

и обеспечения свободного ценообразования на бирже был принят во время Великой депрессии в 1933 г. (закон о ценных бумагах, раздел 17 которого посвящен манипулированию). А спустя год был принят Закон о фондовых биржах, разделы 9, 10 и 15-С которого вмещают основной объем положений и норм, регулирующих случаи манипулирования на рынке ценных бумаг США. Оба документа до сих пор считаются эталоном антиманипулятивного регулирования по всему миру, несмотря на то что были утверждены еще Рузвельтом Ф.Д. [13, с. 67].

В сфере государственного надзора США также опередила Россию более чем на полвека. Так, в начале 1930-х гг. в США был создан первый в мире правительственный орган, имеющий полномочия по осуществлению контроля как за рынком ценных бумаг в целом, так и за манипулированием на нем, — Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC). Также в дополнение к ней в 1974 г. была основана Комиссия по торговле товарными фьючерсами (CFTC).

В России же первым регулирующим органом рынка ценных бумаг стала образованная 9 марта 1993 г. Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при президенте РФ, преобразованная в Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) 1 июля 1996 г., а затем в Федеральную службу по финансовым рынкам (ФСФР) 9 марта 2004 г. По сути, именно ФСФР начала уделять особое внимание борьбе с манипулированием на рынке, так как до нее данной проблемой государство практически не занималось. Позже функции данного органа стало выполнять подразделение созданного 23 июля 2013 г. мегарегулятора на базе ЦБ — Служба Банка России по финансовым рынкам. А затем, наконец, регулятивные функции перешли к ЦБ РФ. Как результат — борьбе с манипулированием стали уделять большее внимание, что отразилось на статистике выявления манипулятивных операций.

МАНИПУЛИРОВАНИЕ ЦЕНАМИ: ВЫЯВЛЕНИЕ И НАКАЗАНИЕ

История борьбы с манипулированием в России, по сути, началась только в 1998 г., когда ФКЦБ обнаружила намеренное искажение цен акций для получения незаконной прибыли (котировки без видимых причин снижались на 10% всего за 1 день) с помощью сделок по предварительной договоренности крупных брокеров. Однако тогда вследствие неразвитого законодательства факт неправомочности операций доказан не был [12]. В то же время в США борьба с манипулированием уже велась полным ходом, и хорошо проработанное законодательство этому весьма способствовало. Например, в 1999 году американцы Тод Роберти и Лавренц Принципато (совладельцы LTCapitalCorp., которой принадлежит 100% L. T. Lawrence&Co., Inc.) были приговорены к выплате по \$274 тыс. пострадавшим клиентам и \$100 тыс. Казначейству США в виде штрафов, а также лишены лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг за манипулирование акциями theEcotyreTechnologies, Inc. и Bigmar с использованием кросс-сделок [15]. Этот и многочисленные иные подобные случаи хорошо демонстрируют, что в то время система наказания за манипулирование в США работала уже достаточно эффективно.

Статистика американского правоприменения показывает, что уголовная ответственность предусматривается в большей части выявленных случаев манипулирования, причем тюремные сроки и денежные штрафы достаточно велики. Например, в ноябре 1990 г. Майклу Роберту Милкелю (фигуре, потрясшей весь рынок ценных бумаг США, так называемому «мусорному королю», контролировавшему к 1983 г. 75% рынка бросовых облигаций) был вынесен судебный приговор, по которому он должен был провести 10 лет в месте лишения свободы и выплатить штраф размером в \$0,6 млрд, хотя впоследствии финансист был досрочно освобожден спустя 22 месяца с условием пожизненного отказа от работы с ценными бумагами, но заплатил в общей сложности \$1 млрд Казначейству США [7].

В России же ситуация совершенно иная.

Первым и на данный момент единственным случаем уголовной ответственности за манипулирование ценами финансовых инструментов в России стало дело ООО «Профит-тайм», которое совершало лишние экономического смысла сделки с акциями «Финкоминвест» и «Интертрейдинвест» на ММВБ путем сговора с ООО «Ассоль» и ООО «Айвенго» в период с 7 по 9 декабря 2009 г. [3]. Помимо аннулирования всех четырех лицензий «Профит-тайм» и отзыва аттестатов у генерального директора и контролера данной организации, в августе 2013 г. Олег Кузнецов, зарегистрировавший ОАО «Финкоминвест» в 2008 г. и выпустивший акции на сумму 1 млрд руб. [9], был приговорен Басманным судом Москвы к штрафу в размере 200 тыс. руб. и лишению свободы на 3 года. Хотя, строго говоря, даже в этом случае дело было заведено по ч. 4 ст. 159 УК РФ, то есть по факту мошенничества в особо крупном размере, а не за манипулирование ценами [6]. Таким образом, в силу недействующего законодательства, в России уголовное наказание за манипулирование на данный момент фактически отсутствует.

Помимо законодательных проблем, существует и другая, не менее важная: в России нет эффективно функционирующей системы выявления случаев манипулирования ценами. Действующая система САФРАН 3.0 (Система Анализа Финансовых Рынков) выдает большое количество ложных сигналов, а недостаточное финансирование данной сферы не позволяет оперативно выделять среди них реальные случаи манипулирования. Между тем в США действуют весьма успешные алгоритмы, разработанные консультантами из ведущих высших учебных заведений и лауреатами Нобелевской премии [2], что позволяет быстро выявлять подозрительные сделки.

Как результат, достижения американской и отечественной систем борьбы с манипулированием несопоставимы. SEC ежегодно принимает в среднем 35–40 мер против манипулирования [13, с. 67]. Например, за шестилетний период (2010–2015 гг.) [рис. 4] рассматривалось в среднем 26 гражданских исков,



Рис. 4. Количество выявленных случаев манипулирования на американском рынке ценных бумаг [16]

заводилось 20 административных дел ежегодно, причем тренд их совокупного количества является положительным (рис. 4).

Статистика отечественного регулятора за аналогичный период [рис. 5] является намного более скромной, однако с 2012 по 2015 гг. наблюдается возрастающая динамика количества выявленных фактов манипулирования. Стоит также отметить точку максимума на графике, насчитывающую 13 случаев в 2011 г. после принятия закона № 224-ФЗ по противодействию рыночным злоупотреблениям (рис. 5).

При этом, к сожалению, статистика наказания за выявленные манипулятивные сделки фактически отсутствует. Поэтому, безусловно, отечественная система борьбы с манипулированием пока что находится в зачаточном состоянии и остро нуждается в доработке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Очевидно, что российский рынок пока что только начинает делать первые шаги по борьбе с манипулированием. Несмотря на то что уже приняты и соответствующие законодательные акты, и отработывается автоматизированная система по выявлению самих случаев манипулирования, пока что эффективность данного процесса крайне низка. По мнению авторов, для дальнейшего развития борьбы с манипулированием следует обратиться к опыту США как страны с хорошо отработанной системой борьбы с манипулятивными операциями. Некоторые ее принципы не так сложны для внедрения (например, награда информатору за сообщение о манипуляциях в размере 10% от полученной прибыли), но могут резко по-

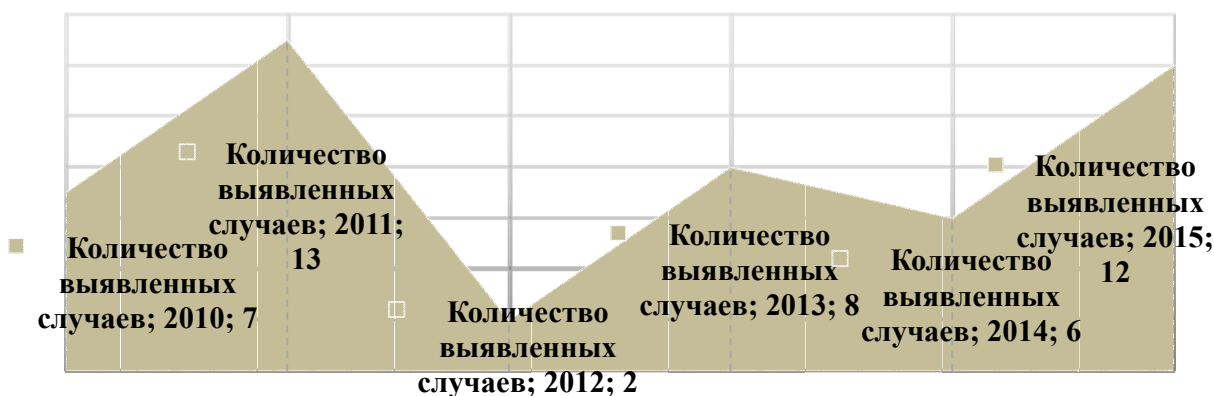


Рис. 5. Количество выявленных случаев манипулирования на российском рынке ценных бумаг [8]

высвить эффективность отечественной практики. Другие, такие как функционирование успешной автоматизированной системы по выявлению манипулятивных сделок, требуют более серьезных вложений, но при этом могут существенно помочь в борьбе с рыночными правонарушениями. А это, в свою очередь, не только будет способствовать получению государством доходов от изъятия незаконно полученной прибыли, но и, что более важно, — установлению стабильности и справедливого рыночного ценообразования, что приведет к привлечению на рынок средств частных инвесторов и поможет его дальнейшему успешному развитию в сложные экономические времена, наблюдаемые сегодня.

Библиографический список:

1. *Алехин Б.И.* «Волки» и «овцы» на фондовом рынке // *Экономический журнал*. — 2012. — № 28. — С. 6–16.
2. *Астанин Э., Салахутдинов В.* Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт // *Рынок Ценных Бумаг*. — 1999. — № 6 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=453>.
3. *Губейдуллина Г.* Наказание за взлет // *Ведомости*. — 2010. — № 2571 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2010/03/26/fsfr-vyuavavila-tretij-sluchaj-manipulirovaniyarynkom>.
4. *Дерябина А.* Больше 40% представителей среднего класса остались без сбережений // *РБК*. — 2016 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/06/04/2016/5704e7959a7947d7f302bdff>.
5. Кошель Д.Е. Проект закона об инсайде: неминуемые проблемы правоприменения // *Вестник Омского университета. Серия «Право»*. — 2010. — №3 (24). — С. 75–80.
6. *Милюкова Я.* Манипулятор не может рассчитывать на удачу // *Газета.ru*. — 2013 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.gazeta.ru/business/2013/08/27/5609533.shtml>.
7. *Митрофанов Б.* Мусорный король // *Коммерсантъ Деньги*. — 2002. — № 44. — С. 80 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/350091>.
8. Перечень выявленных случаев манипулирования рынком РФ [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.cbr.ru/finmarkets/print.aspx?file=files/inside/table.htm&pid=inside_detect&sid=ITM_26341.
9. *Рубникович О.* Карате на фондовом рынке // *Коммерсантъ*. — 2013. — № 107. — С. 3 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/2218278>.
10. Сбережения на грани исчезновения // *Ромир*. — 2016 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://romir.ru/studies/773_1459371600/.
11. Статистический сборник. Финансы России // Федеральная служба государственной статистики. 2002, 2004, 2006, 2008, 2010, 2012 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1138717651859.
12. *Тягай С.* Охота на медведя // *Коммерсантъ*. — 2000. — № 186. — С. 7 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/159769>.
13. *Худякова Л.С.* Международный опыт борьбы с манипулятивными сделками на финансовых рынках // *Деньги и кредит*. — 2011. — №7. — С. 65–70.
14. FRS. Flow of Funds Accounts of the USA, Flows and Outstandings. 2012. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/20120607/z1.pdf>.
15. SEC. Administrative Proceeding. File № 3-9923. [Электронный ресурс] <http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7876.htm>.
16. SEC. Market Data Fiscal 2010-2015. URL: <http://www.sec.gov/about/secstats2010.pdf>; <http://www.sec.gov/about/secstats2011.pdf>; <http://www.sec.gov/about/secstats2012.pdf>; <http://www.sec.gov/about/secstats2013.pdf>; <http://www.sec.gov/about/secstats2014.pdf>; <http://www.sec.gov/about/secstats2015.pdf>.