

«Право и экономика». 2001. № 9.

Лариса АЗИМОВА

## НЕДОБРОСОВЕСТНАЯ РЫНОЧНАЯ ПРАКТИКА НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Основная нормативная правовая база, регулирующая финансовый рынок в Российской Федерации, включает как ряд основополагающих федеральных законов (Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг), Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», Федеральный закон от 20 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг», Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», Федеральный закон от 23 июня 1999 г. № 117-ФЗ «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг»), так и комплекс нормативных правовых актов Центрального банка РФ, ФКЦБ России и других органов государственного регулирования регламентирующих запросы валютной торговли, эмиссии ценных бумаг и порядка осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Тем не менее, практика функционирования финансового рынка показывает, что нормативная правовая база рынка нуждается в совершенствовании. В законодательстве, по существу, не разработаны антикризисные механизмы, которые должны быть направлены на предотвращение спекулятивных целенаправленных атак на курс национальной валюты со стороны отдельных банков или группы банков. Из-за отсутствия соответствующих норм внутренняя информация может безнаказанно использоваться для искусственного понижения или повышения курса акций. Не имеют какой бы то ни было системы государственного учета и регулирования форвардные контракты, низведенные до уровня карточной игры.

Глобальную проблему представляет собой недобросовестная рыночная практика, связанная с манипулированием ценами и использованием инсайдерской информации — негативная черта, перенятая российскими участниками финансового рынка у зарубежных профессионалов наряду с некоторыми положительными. И в этой области наше законодательство, а отличие от законодательства ряда зарубежных стран, к сожалению, сильно отстает от жизни.

**Методы недобросовестной торговли и законодательное регулирование**

## Нормы российского законодательства

**Манипулирование ценами.** В соответствии с нормами российского законодательства и иных нормативных правовых актов профессиональные участники рынка ценных бумаг обязаны добросовестно осуществлять свою деятельность на фондовом рынке.

При этом п. 2 ст. 51 Закона о рынке ценных бумаг устанавливает, что «профессиональные участники рынка ценных бумаг не вправе манипулировать ценами на рынке ценных бумаг и понуждать к покупке или продаже ценных бумаг путем предоставления умышленно искаженной информации о ценных бумагах, эмитентах эмиссионных ценных бумаг, ценах на ценные бумаги, включая информацию, представленную в рекламе». Устанавливая запрет на осуществление манипулирования ценами, Закон не содержит разъяснений относительно того, какие действия профессиональных участников могут быть отнесены к манипулированию ценами. Поэтому указанная норма Закона без дальнейшего ее развития в нормативных правовых актах остается практически недействующей, поскольку участник рынка не знает, какие конкретно действия он не вправе совершать.

Практика регулирования российского рынка ценных бумаг идет по пути развития ведомственной нормативной базы, в связи с чем Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России) как орган государственного регулирования фондового рынка приняла ряд нормативных правовых актов, устанавливающих обязанность профессиональных участников рынка ценных бумаг добросовестно осуществлять свою деятельность на фондовом рынке, в том числе «не осуществлять манипулирование ценами на рынке ценных бумаг и понуждать к покупке или продаже ценных бумаг, в том числе посредством предоставления умышленно искаженной информации о ценных бумагах, эмитентах ценных бумаг, ценах на ценные бумаги, включая информацию, представленную в рекламе» (п. 2.1 Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации, утвержденных постановлением ФКЦБ России от 11 октября 1999 г. № 9<sup>1</sup>). Указанными Правилами установлены обязанности в отношении брокеров/дилеров на рынке ценных бумаг.

Вместе с тем, учитывая, что именно универсальные и фондовые биржи (организаторы торговли) являются тем местом, где брокеры/дилеры осуществляют деятельность с ценными бумагами, ФКЦБ России установила особые требования к торговым площадкам — они обязаны утвердить перечень мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами, включая описание системы контроля за объявлением заявок участниками торгов в течение торговой сессии, что и установлено п. 8.3 Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг, утвержденного постановлением ФКЦБ России от 16 ноября 1998 г. № 49<sup>2</sup>. При этом в п. 8.1 указанного Положения ФКЦБ России дает определение манипулирования ценами:

«Манипулированием ценами признаются действия участника (участников) торгов, в том числе объявление заявок на совершение сделок с ценными бумагами и (или) финансовыми инструментами, совершение сделок с ценными бумагами и (или) финансовыми инструментами, сторонами по которым является

---

<sup>1</sup> Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. — 2000. — № 4; Российская газета. — 2000. — 3 февраля.

<sup>2</sup> Вестник ФКЦБ России. — 1998. — 25 ноября. — № 11.

одно и то же лицо, которые привели или могли привести к дестабилизации рынков ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, в том числе к необусловленному объективными событиями, влияющими на рынок ценных бумаг, изменению цен спроса (предложения) ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, либо числа заявок (сделок)».

Несмотря на то, что ФКЦБ России, по крайней мере, делает попытку определить тот состав действий, которые участники рынка не вправе совершать и за которые они будут нести ответственность, приведенное определение страдает некоторыми неточностями и недоработками.

Во-первых, в соответствии с данным определением манипулированием ценами будут признаваться любые действия участника (участников) рынка, следствием которых является дестабилизация рынков ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, что означает наступление ответственности за эти действия без вины. Таким образом, любая ошибка трейдера при вводе заявки в торговую систему будет автоматически квалифицирована как манипулирование ценами. Вместе с тем манипулирование ценами — это правонарушение (преступление — в зависимости от последствий) на рынке ценных бумаг, за совершение которого участники должны нести ответственность — административную или уголовную. Указанная ответственность в соответствии с нормами административного и уголовного законодательства Российской Федерации может наступить только при наличии вины (умысла или неосторожности). Если проанализировать некоторые действия по манипулированию ценами на финансовом рынке, то практически невозможно представить, что эти действия могут быть совершены по неосторожности (например, распространение заведомо ложной информации).

Кроме того, в соответствии с п. 2 ст. 24 УК РФ «деяние, совершенное только по неосторожности, признается преступлением лишь в случае, когда это специально предусмотрено соответствующей статьей Особенной части настоящего кодекса». Особенная часть УК РФ не содержит статьи, предусматривающей такой состав преступления, как «манипулирование ценами на финансовом рынке», однако с определенной степенью вероятности можно рассматривать ряд действий, подпадающих под манипулирование ценами, как разновидность мошенничества (ст. 159 УК РФ), которое может быть совершено только с прямым умыслом. Следовательно, определение манипулирования ценами должно, по крайней мере, содержать указание на то, что действия участников рынка являются *умышленными*, и определять направленность действий участников рынка.

Во-вторых, для того чтобы действия участников были определены как манипулирование ценами, только наступления определенных негативных последствий недостаточно. Необходимо установить, что действия участника или группы участников были *направлены* на наступление этих последствий — дестабилизацию рынка. Совершая недобросовестные действия, участники рынка осознают негативные последствия для рынка в целом и его участников (с целью получения определенных выгод для себя), желают их наступления либо сознательно их допускают или относятся к ним безразлично.

В-третьих, ни рассматриваемое определение, ни иные положения, содержащиеся в нормативных правовых актах ФКЦБ России, не дают ответа на вопрос: *какие конкретно действия участников фондового рынка могут быть расценены как манипулирование ценами?*

Это тем более важно, поскольку факт манипулирования ценами признается только в судебном порядке (п. 2 ст. 51 Закона о рынке ценных бумаг). Это положение означает, что те меры ответственности, которые могут быть применены к участникам, нарушившим законодательно установленный запрет на совершение действий по манипулированию ценами (например, приостановление или аннулирование лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг), могут быть применены ФКЦБ России только в случае судебного установления факта манипулирования ценами. На практике в результате отсутствия у регулирующего органа возможности без судебного решения применить меры ответственности к лицам, осуществляющим манипулирование ценами на фондовом рынке, отдельные участники фондового рынка продолжают использовать недобросовестные методы торговли.

Наряду с ФКЦБ России попытку регулирования недобросовестных методов торговли на фондовом рынке предпринял и Банк России как орган государственного регулирования деятельности коммерческих банков, в том числе и их деятельности на фондовом рынке. Так, особо следует обратить внимание на такой документ Банка России, как Методические рекомендации по проверкам кредитных организаций — профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность на рынке ценных бумаг, утвержденные письмом ЦБ РФ от 17 июня 1999 г. № 179-Т (далее — Методические рекомендации). Пожалуй, указанный документ является одним из наиболее полных документов, устанавливающих и разбирающих случаи недобросовестных рыночных практик на фондовом рынке. Определение манипулирования ценами и порядок выявления случаев манипулирования многим специалистам может показаться весьма спорным, однако именно в этом документе Банком России предложен подход к выявлению случаев использования недобросовестной рыночной практики.

Согласно п. 5.4.2 Методических рекомендаций *манипулированием ценами являются действия, совершенные брокерами и/или дилерами, направленные на искусственное изменение курсовой цены фондового инструмента с целью извлечения прибыли от операций с данным фондовым инструментом или получения иной выгоды. Под курсовой ценой* понимается рыночная цена, определяемая в соответствии с правилами торговли данным фондовым инструментом.

Для выявления фактов манипулирования ценами в процессе проверки деятельности кредитной организации заполняется соответствующая форма с вопросами/ответами. Положительные ответы на ряд вопросов этой формы свидетельствуют о наличии в действиях кредитной организации признаков манипулирования ценами. В соответствии с Методическими указаниями к таким действиям могут быть отнесены следующие:

1) изменение рыночных цен в пользу кредитной организации путем:

- одновременного выставления поручений на покупку и продажу ценных бумаг на организованном рынке по ценам, явно (существенно) отличным от рыночных, с целью изменения рыночных цен в свою пользу или с целью извлечения другой выгоды;

- сговора двух или нескольких участников торгов или их сотрудников о покупке/продаже на организованном рынке ценных бумаг по ценам, явно (существенно) отличным от рыночных;

- совершения разовой купли-продажи крупных пакетов ценных бумаг, в результате которой цена последних сделок и рыночная цена ценных бумаг оказываются завышенными на несколько процентов;

2) формирование благоприятной для себя рыночной конъюнктуры путем оказания информационного давления на рынок, в том числе путем распространения ложной информации о состоянии и перспективах развития различных сегментов рынка ценных бумаг, его участниках и инструментах;

3) демонстрация фиктивной повышательной или понижительной ценовой тенденции или ложного впечатления ликвидности, в том числе:

- проведение сделок, не отвечающих требованиям законодательства, в которых обеими сторонами по сделке выступает один и тот же профессиональный участник рынка ценных бумаг, действующий от своего имени и за свой счет как в качестве продавца, так и в качестве покупателя (включая операции с собственными филиалами);

- проведение сделок, не отвечающих требованиям законодательства, в которых обеими сторонами по сделке выступает один и тот же клиент кредитной организации, для которого указанная сделка была осуществлена брокером, действующим от имени этого клиента.

Приведенный примерный перечень позволяет Банку России в процессе осуществления проверок деятельности кредитных организаций на фондовом рынке выявлять случаи использования участниками недобросовестных рыночных практик, однако, как и ФКЦБ России, Банк России не может применить к нарушителям меры воздействия до установления факта манипулирования ценами в судебном порядке<sup>3</sup>.

В процессе регулирования недобросовестной рыночной практики важную роль играют и организаторы торговли, поскольку именно на них регулятором возложены функции по предотвращению манипулирования ценами. Так, в Перечне мер по предотвращению манипулирования ценами при проведении торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже перечислены следующие меры, направленные на предотвращение возникновения манипулятивных ситуаций на рынке:

- наличие системы контроля за подачей заявок на покупку/ продажу ценных бумаг и заключением сделок (введение предельных лимитов колебаний цен в ходе торговой сессии и/или предторгового и/или послеторгового периодов торгового дня, при нарушении которых заявки автоматически отклоняются);

- осуществление текущего мониторинга в режиме реального времени и анализ по итогам торгов всех заявок и сделок, зарегистрированных в Системе торгов с целью выявления действий, которые могут быть признаны манипулированием ценами, в соответствии с настоящим Перечнем. Проведение мониторинга осуществляется уполномоченными сотрудниками Биржи, назначаемыми приказом генерального директора;

- использование для мониторинга Системы торгов, а также специальных программно-технических средств;

- информирование уполномоченными сотрудниками Биржи дирекции Биржи о действиях, которые могут быть признаны манипулированием ценами, с целью

---

<sup>3</sup> В настоящий момент автору не известен ни один случай судебного установления факта манипулирования ценами на фондовом рынке в России.

подготовки запросов участникам торгов, а в случае получения неудовлетворительных ответов от участников торгов — направление документов в регулирующие органы.

Как видно, несмотря на «правовой вакуум» в вопросах регулирования недобросовестной торговли, в России сложилась система регулирования, направленная на предотвращение использования недобросовестных рыночных практик на финансовом рынке. Регулирование осуществляется на двух уровнях — государственный регулятор (ФКЦБ России и — отчасти — Банк России) и организаторы торговли, что, в общем, соответствует принятым в международной практике системам регулирования финансового рынка.

**Инсайдерская торговля.** Недобросовестная рыночная практика представляет собой глобальную проблему финансового рынка. Инсайдерская торговля и манипулирование ценами — это две стороны одной медали, одной проблемы — проблемы недобросовестной торговли. Инсайдерские сделки, также как и сделки, имеющие признаки манипулирования ценами на рынке, преследуют одну-единственную цель: извлечение материальной и/или иной выгоды с использованием незаконных способов, поэтому и относятся к общим способам недобросовестной торговли. Регулирование этих вопросов (выявление недобросовестных сделок и установление наказания за них) должно осуществляться едиными методами.

Однако, несмотря на это, российское законодательство и нормативные правовые акты практически не содержат норм и положений, регулирующих инсайдерскую торговлю.

В общих чертах законодатель попытался урегулировать инсайдерские сделки Законом о рынке ценных бумаг (гл. 8 «Об использовании служебной информации на рынке ценных бумаг», ст. 31-33). В контексте указанного Закона инсайдерские сделки — это сделки, совершаемые с использованием служебной информации. Вместе с тем в этом Законе приводится лишь определение служебной информации на рынке ценных бумаг (недостаточно удачное, поскольку не отражает главного признака инсайдерской информации — влияние на цену финансового инструмента) и перечень лиц, располагающих служебной информацией (недостаточно полный). Закон содержит также запрет на использование служебной информации при совершении сделок на рынке ценных бумаг. К сожалению, в развитие указанных норм этого Закона до сих пор не принято ни одного нормативного правового акта, и, таким образом, Инсайдерская торговля на финансовом рынке сегодня практически не регулируется.

## Международный опыт регулирования

За более чем столетнюю историю становления фондового рынка в развитых странах выработалась значительная нормативная база — объемный свод норм и положений, регулирующих в том числе и недобросовестную рыночную практику. Также накоплена достаточная судебная практика применения этих норм, представляющая несомненный интерес для изучения.

И инсайдерская торговля, и манипулирование ценами на финансовом рынке представляют собой методы недобросовестной торговли на финансовом рынке; поэтому, как правило, в зарубежных странах недобросовестная рыночная практика регулируется едиными законодательными актами.

Такая система регулирования ценового манипулирования и инсайдерской торговли принята в Дании, Норвегии, Польше, Сингапуре. В Германии инсайдерская торговля на финансовом рынке также регулируется в рамках закона Германии «О торговле ценными бумагами» (*Wertpapierhandelsgesetz, WpHG*). В Великобритании нормы о запрете инсайдерской торговли и манипулировании ценами как на рынке ценных бумаг, так и на рынке деривативов содержатся в едином акте — Акте о финансовых услугах и рынках (*Financial Services and Markets Act*). Этот закон предусматривает принятие единым регулирующим органом — *Financial Services Authority (FSA)* — Кодекса поведения участников рынка, который будет более подробно регулировать вопросы инсайда и манипулирования как на рынке ценных бумаг, так и на рынке деривативов:

Европейское сообщество в регулировании вопросов недобросовестных рыночных практик идет еще дальше. Так, Европейская комиссия официально представила проект Директивы о сделках на основе инсайдерской информации и манипулировании на рынке, в котором дает определение незаконных операций на финансовом рынке и поручает странам — членам ЕС передать все надзорные права «одному регулируемому органу», который, будет бороться с нарушениями на рынке<sup>4</sup>. Таким образом, налицо тенденция к единому централизованному законодательному и государственному регулированию недобросовестной рыночной практики.

В США нормы о запрете инсайдерской торговли и ценового манипулирования на рынке ценных бумаг содержатся в Законе о биржах 1934 г. (*Securities Exchange Act*) и подзаконных актах Комиссии по ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission, SEC*), принятых на его основе, нормы об инсайдерской торговле и ценовом манипулировании на рынке фьючерсов и опционов — в Законе о товарных биржах (*Commodity Exchange Act*) и подзаконных актах Комиссии по срочной биржевой торговле (*Commodity Futures Trading Commission, CFTC*).

Закон о биржах 1934 г. содержит как минимум три основные обширные статьи, посвященные проблемам манипулятивной практики на фондовом рынке. Статья 9 названного Закона описывает случаи манипулирования ценными бумагами при биржевой торговле, а также предусматривает индивидуальные средства защиты для инвесторов, пострадавших от запрещенных манипулятивных действий (сфера применения ст. 9 ограничена только биржевым рынком). В дополнение ст. 9 положения ст. 10 предоставляют Комиссии по ценным бумагам и биржам США право устанавливать правила, запрещающие манипулятивные и обманные действия. Нормы ст. 15(с) устанавливают запрет мошеннических и манипулятивных действий брокеров-дилеров и распространяют свое действие на внебиржевой рынок и рынок муниципальных облигаций.

Анализ приведенных статей Закона о биржах 1934 г. позволяет выделить следующие основные виды действий на фондовом рынке, которые могут быть рассмотрены как манипулирование ценами и запрет на совершение которых установлен этим Законом:

1) *wash sales* («отмывочные», «фиктивные» сделки), *matched sales* («взаимные», «совпадающие» сделки) или любые сделки, одновременно совершаемые сторонами с целью создать видимость активной торговли;

---

<sup>4</sup> Хофхайнц П. Единые стандарты для единого рынка // Ведомости. — 2001. — 5 июня.

2) любые биржевые сделки, создающие искусственное впечатление активной торговли, а также сделки, которые заключаются с целью повышения или понижения цены;

3) *short sales* («короткие» сделки, сделки без покрытия) и *stop loss orders* (приказ «остановить убытки»), совершаемые в нарушение правил SEC;

4) участие брокеров/дилеров в манипулятивных и обманных действиях и схемах в отношении ценных бумаг, не обращающихся на национальных биржах, или муниципальных ценных бумаг;

5) введение в заблуждение относительно существенных обстоятельств и бездействие, а также мошеннические действия в связи с приобретением и продажей ценных бумаг;

6) приобретение ценных бумаг в период их размещения лицами, заинтересованными в результатах размещения, за исключением стабилизационных торгов, и использование манипулятивных и обманных схем при размещении ценных бумаг;

7) предложения ценных бумаг «все или ничего»;

8) внеочередное объявление о выплате дивидендов, о дроблении акций, о консолидации акций и прав или о подписке на акции. Объявление должно быть сделано в соответствии с применимыми биржевыми правилами или о нем должна быть уведомлена Национальная ассоциация дилеров рынка ценных бумаг (*NASD*) как минимум за 10 дней;

9) выставление котировок по ценным бумагам в отсутствие текущей общедоступной информации об этих ценных бумагах и их эмитенте.

Таким образом, американское законодательство расценивает (и запрещает) как манипулирование ценами достаточно широкий круг операций на рынке, однако общее определение манипулирования ценами в Законе о биржах 1934 г. не представлено. Вместе с тем понятие манипулирования и различные его виды достаточно подробно разбираются в различных учебных пособиях<sup>5</sup>.

Несмотря на обширный перечень операций, подпадающих под манипулирование ценами, американские специалисты тем не менее считают, что «при толковании Закона о биржах мы получаем узкую концепцию манипулирования, которая не распространяется на многие действия, имеющие эффект манипулирования котировками ценных бумаг, но специально на это не направленные»<sup>6</sup>.

Кроме установления запрета на совершение определенных действий участниками рынка, Закон о биржах 1934 г. возлагает на участников (брокеров/дилеров) определенные обязанности при совершении операций на фондовом рынке с тем, чтобы другие участники рынка и регулирующие органы имели полную информацию о совершаемых действиях для их оценки в плане манипулирования рынком. Так, нормы Закона требуют от брокеров/дилеров раскрытия условий и рисков в связи с заключением сделок в кредит; письменного подтверждения совершаемых брокерами сделок (подтверждение должно содержать информацию о размере полученных комиссионных, а также о том,

---

<sup>5</sup> См., напр.: Theodore A. Levine, Arthur F. Mathews, Gerard Citera, David Dana. *Manipulative Practices: Past, Present and Future* // Postgraduate Course in Federal Securities Law. — American Law Institute, 1990.

<sup>6</sup> См.: Thomas Lee Hazen. *Market Manipulation, Insider Reporting and Short-Swing Trading, and False SEC Filings* // Law of Securities Regulation. — 2001. — Third Edition. — P. 71.



действовал ли брокер в качестве принципала или агента какого-либо лица, не являющегося его клиентом).

Закон о биржах 1934 г. предоставляет значительные полномочия Комиссии по ценным бумагам и биржам США в части установления правил в целях предотвращения манипулирования ценами на рынке. К таким полномочиям Комиссии, в частности, относится установление следующих правил:

1) касающихся манипулятивного, обманного или мошеннического поведения, в том числе установление запрета на участие брокеров и дилеров в манипулятивных, обманных и мошеннических действиях и схемах;

2) направленных на предотвращение манипулирования ценами на рынке ценных бумаг или его важнейших участках. Комиссия вправе запретить или ограничить определенные виды торговли в периоды «экстраординарной нестабильности». Данное полномочие осуществляется, если такая торговля способствовала возникновению чрезмерного уровня нестабильности и таким образом возникла угроза нормальному порядку функционирования рынка;

3) направленных на безопасность сделок с участием эмитента и его аффилированных лиц;

4) регламентирующих сделки с опционами, заключаемые без намерения их исполнить.

Закон о биржах 1934 г. содержит положения, устанавливающие непосредственные средства судебной защиты. По Закону средства защиты могут быть использованы приобретателями или продавцами ценных бумаг, которым был причинен вред вследствие продажи или приобретения ценных бумаг с использованием манипулятивных практик. Американская судебная практика применения указанных норм Закона о биржах достаточно обширна и интересна. Самые громкие дела, связанные с мошенничеством на фондовом рынке США, становятся достоянием гласности и за пределами страны. Так, в мае 2001 г. окружной суд Бруклина приговорил финансиста Роберта Катоджио к 12 годам заключения и штрафу 80 млн. долл. по обвинению в мошеннических операциях на фондовом рынке, в результате которых клиенты Катоджио понесли убытки в размере 150 млн. долл.<sup>7</sup>

Однако, в отличие от манипулирования ценами, расследование случаев использования таких недобросовестных методов торговли, как инсайдерские сделки, как в США, так и в других странах<sup>8</sup> затруднено в связи со сложностью доказывания факта использования инсайдерской информации. В связи с этим Комиссия по ценным бумагам и биржам США приняла Правила 10b5-1 и 105b5-2 (вступили в силу 23 октября 2000 г.), в соответствии с которыми:

- ответственность за инсайдерскую торговлю всегда возникает у лица в случае, если лицо в процессе торговли обладало материальной непубличной информацией (инсайдерской информацией). Ранее требовалось доказывать факт использования указанным лицом такой информации при принятии решения об участии в торговле ценными бумагами; с принятием Правил это перестало являться обязательным. Новые Правила также устанавливают исключения для возникновения такой ответственности;

---

<sup>7</sup> См.: Коммерсант. — 2001. — 1 июня.

<sup>8</sup> В Германии, например, ежегодно становится известно всего о 2-4 фактах наказания за инсайдерскую торговлю. См.: Вислогуз В. Психотерапия // Русский фокус. — 2001. — 28 мая.

- в случае если лицо в нарушение своих обязанностей по соблюдению конфиденциальности информации передало указанную информацию другим лицам, состоящим с ним в родственных отношениях, указанное лицо и его родственники могут нести ответственность за инсайдерскую торговлю<sup>9</sup>. Таким образом, в США имеется достаточно стройная система нормативного и судебного регулирования недобросовестной торговли.

## Российское нормотворчество

Российское нормотворчество в области регулирования недобросовестных методов торговли идет разными путями. Не дожидаясь законодательного регулирования вопросов использования недобросовестной рыночной практики, ФКЦБ России делает попытку путем принятия соответствующего нормативного акта установить систему мер, направленных на предотвращение случаев недобросовестной торговли. 29 августа 2001 г. было принято Постановление ФКЦБ России об утверждении Положения о системе контроля организаторов торговли на рынке ценных бумаг и дополнительных требованиях к участникам торгов и эмитентам ценных бумаг (далее — Положение о системе контроля). В соответствии с этим Положением на организаторов торговли будут возложены обязанности по обеспечению функционирования системы мониторинга и контроля за сделками с ценными бумагами, участниками торгов и эмитентами. Организаторы торговли в процессе мониторинга должны будут обеспечивать контроль за любыми нестандартными сделками в системе торгов. В соответствии с Положением к нестандартным сделкам относятся сделки, одновременно нарушающие определенные критерии, установленные Положением (в том числе кросс-сделки, взаимные сделки при совпадении нескольких числовых критериев). Организаторы торговли в процессе выявления нестандартных сделок должны будут проверять их на предмет манипулирования ценами и использования служебной информации, ежедневно сообщать сведения о таких сделках в ФКЦБ России, а также принимать меры к нарушителям. Вместе с тем в случае если организатор торговли установит, что нестандартная сделка отвечает признакам манипулирования ценами, то применить меры ответственности к нарушителям за указанное правонарушение без установления факта манипулирования в судебном порядке он не сможет. В связи с этим указанное Положение без изменения положений Закона о рынке ценных бумаг не сможет обеспечить должную защиту рынка от манипулирования<sup>10</sup>.

Такое положение вещей еще раз подчеркивает необходимость законодательного решения вопросов регулирования недобросовестной торговли. В настоящий момент в Государственной Думе завершена доработка законопроекта «Об инсайдерской информации», который был внесен в Государственную Думу осенью 2000 г. Обсуждение этого законопроекта выявило ряд его недостатков, главный из которых — узость предмета регулирования. В соответствии с законопроектом предметом его регулирования является только использование инсайдерской информации на фондовом рынке. За пределами его

---

<sup>9</sup> Daniel J. Dunne. The SECs New Insider Trading Rules 10b5-1 and 10b5-2 // Corporate Law Bulletin. — 2000. — October 23.

<sup>10</sup> Но организаторы торговли все-таки находят выход из сложившейся ситуации. Так, действия, которые отвечают признакам манипулирования ценами, запрещены Правилами проведения торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже, и ответственность участников торгов наступает не за манипулирование ценами, а за нарушение названных Правил.

регулирования остаются иные методы недобросовестной торговли, а именно манипулирование ценами. Кроме того, подготовленный законопроект регулирует использование инсайдерской информации на таком небольшом сегменте финансового рынка, как рынок корпоративных ценных бумаг (с попыткой распространить сферу его применения и на срочный рынок). В связи с этим при доработке законопроекта депутаты предложили, в частности, расширить сферу применения закона, распространив его не только на рынок ценных бумаг, но и на всю биржевую торговлю, включая срочный и валютный рынки, а также дополнить закон положениями о манипулировании ценами. В случае если позиция депутатов будет воплощена в жизнь, указанный законопроект станет основополагающим законодательным актом, регулирующим недобросовестную торговлю на всем финансовом рынке России.

Параллельно подготовлены изменения и дополнения в Закон РФ от 9 октября 1992 г. № 3615-1 «О валютном регулировании и валютном контроле» в части регулирования инсайдерской торговли и манипулирования ценами на валютном рынке, что связано с ускоренной разработкой в Минэкономразвития и Минфине России новой редакции этого Закона. Обеспечение правильного и стабильного ценообразования на валютном рынке невозможно без установления законодательных мер, препятствующих использованию методов недобросовестной торговли, в том числе использованию инсайдерской информации при совершении операций на валютном рынке, а также без установления запрета на манипулирование ценами. Без законодательного определения основных понятий «инсайдерская торговля» и «манипулирование рынком» Центральный банк РФ в сфере межбанковской торговли, а валютные биржи — в организованном секторе рынка не имеют возможности оперативно реагировать на случаи недобросовестной торговли, а также принимать меры воздействия в отношении нарушителей. Вместе с тем проблема манипулирования ценами особо остро проявляется именно на валютном рынке, особенно в кризисные периоды его развития. Спекулятивные атаки уполномоченных банков на курс рубля ранее периодически приводили к кризисам, среди которых наиболее памятен «черный вторник» 1994 г. В связи с этим вызывают по меньшей мере удивление высказывания ряда авторов, вопрошающих: а правомерно ли в принципе говорить о манипулировании ценами применительно к валютному рынку?<sup>11</sup> Высказанная позиция о том, что манипулирование ценами возможно только на фондовом рынке (но никак не на валютном) противоречит реальностям мирового и российского рынка и не выдерживает серьезной критики.

С уверенностью можно сказать, что настал тот момент, когда законодатель должен в полной мере осознать необходимость установления четких законодательных рамок регулирования всего финансового рынка страны в целом и восполнить пробелы в регулировании финансового рынка. От положительного решения указанных задач в конечном итоге зависит экономическое развитие Российской Федерации, и задача как законодателя, так и всего профессионального финансового сообщества состоит в том, чтобы приложить все усилия к созданию цивилизованного финансового рынка страны.

---

<sup>11</sup> См.: Российская газета: Бизнес. — 2001. — 4 сентября.