

Е. А. Емельянова\*

## ИНФОРМАЦИОННАЯ ПРИРОДА МАНИПУЛИРОВАНИЯ РЫНКОМ

Рынок представляет собой сложную социально-экономическую систему, подверженную воздействию множества объективных и субъективных факторов, в которой одновременно действуют тысячи разнообразных участников. Данная система перераспределяет не только денежные ресурсы и финансовые риски, но и информацию, являющуюся залогом принятия инвесторами рациональных и обоснованных решений о вложении средств в активы. Информационная прозрачность — т. е. состояние рынка, на котором вся способная в существенной мере влиять на цены информация раскрывается публично, при этом обеспечивается равный доступ инвесторов к этой информации, равномерно и с высокой скоростью распространяемой среди участников рынка, — является необходимой чертой эффективного рынка.<sup>1</sup> Неполная, искаженная или неверно интерпретированная информация ведет к невозможности для рынка выполнять свои функции по перераспределению финансовых ресурсов.

Недобросовестные рыночные практики, к которым относятся манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации, способны изменить общие условия обращения товара на рынке и привести к сокращению числа лиц, осуществляющих торговлю на рынке, по причине информационного дисбаланса и отсутствия у инвесторов возможности принимать информированные решения, связанные с финансовым риском.

Как указывается в докладе Международной организации регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO),<sup>2</sup> манипулирование нарушает целостность рынка, подрывает доверие к нему инвесторов и препятствует выполнению рынком присущих ему функций.

Попытки дать доктринальное определение понятию манипулирования неоднократно предпринимались в научной литературе, при этом в большинстве соответствующих работ указанное явление рассматривалось в контексте рынка ценных бумаг.

Так, одно из определений понятия манипулирования приведено в работе Р. Дж. Тьюлза, Э. С. Брэдли, Т. М. Тьюлза «Фондовый рынок».<sup>3</sup> В соответствии с указанным определением манипулирование представляет собой искусственное контролирование курсов ценных бумаг; по своей сути оно является попыткой продавать ценные бумаги по ценам выше или ниже тех, которые бы установились в результате нормального воздействия, соотношения цены и спроса. Манипулятор при этом старается получить прибыль или избежать убытков путем установления фиктивных цен, как правило, за счет инвесторов.

---

\* Емельянова Елена Александровна — юрист компании «DLA Piper», аспирантка кафедры коммерческого права юридического факультета СПбГУ; e-mail: emelianova2704@gmail.com

© Е. А. Емельянова, 2013

<sup>1</sup> *Правонарушения на финансовом рынке: выявление, анализ и оценка ущерба: Справочник для сотрудников правоохранительных органов / Под общ. ред. Г. С. Полтавченко. М., 2007. С. 63–64.*

<sup>2</sup> *Investigating and Prosecuting Market Manipulation. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. May 2000 // <http://info.worldbank.org/etools/docs/library/156006/pillars/pdfs/bib/investigating.pdf>*

<sup>3</sup> *Тьюлз Р. Дж., Брэдли Э. С., Тьюлз Т. М. Фондовый рынок. М., 1999. С. 366.*

По мнению Н. Б. Шеленковой, манипулирование представляет собой умышленное воздействие на цену с целью обмана или введения участников биржевой торговли или иных заинтересованных лиц в заблуждение относительно действительного процесса ценообразования с целью извлечения выгод и преимуществ для себя лично и для иных лиц.<sup>4</sup>

В. М. Бабадаева, рассматривая манипуляции на рынке акций, предлагает определять их как совершение одним или несколькими участниками рынка действий на первичном или вторичном рынке акций, оказывающих влияние на текущую или будущую цену акций, посредством сделок купли-продажи акций либо посредством распространения ложной или искаженной информации, осуществляющихся с прямым или косвенным умыслом получения дополнительной прибыли либо без такового и влекущих за собой создание экономически необоснованной ситуации, вводящей в заблуждение прочих участников рынка.<sup>5</sup>

В. А. Мартыненко предлагает определять манипулирование как любые действия, направленные на получение прибыли за счет создания искусственной ситуации, которая прямым или косвенным образом влияет на процесс рыночного ценообразования. Тем самым искусственная ситуация вводит в заблуждение либо провоцирует участников рынка ценных бумаг на совершение торговых операций, которые при отсутствии такой ситуации не были бы совершены.<sup>6</sup>

Манипулирование рынком, наряду с неправомерным использованием инсайдерской информации, является составной частью понятия «рыночное злоупотребление» (*market abuse*), содержащегося в Директиве Европейского Парламента и Совета от 28 марта 2003 г. 2003/6/ЕС.<sup>7</sup>

В соответствии со ст. 2 Директивы под манипулированием рынком следует понимать:

- а) сделки или приказы на совершение сделок:
  - которые создают или могут создать ложные или вводящие в заблуждение сигналы относительно спроса, предложения или цен на финансовые инструменты;
  - которые поддерживают цены одного или нескольких финансовых инструментов на отклоняющемся от нормы, искусственном уровне в результате действий одного лица или согласованных действий группы лиц, если лицо, которое совершило сделку или направило приказ на совершение сделки, не докажет, что сделало это на законных основаниях и что данные сделки или приказы на совершение сделок соответствуют принятым рыночным практикам на указанном регулируемом рынке;
- б) сделки или приказы на совершение сделок, при совершении которых применяются обманные приемы и махинации;
- с) распространение через СМИ, включая интернет, или любыми иными способами информации, которая создает или может создать ложные или вводящие в заблуждение

---

<sup>4</sup> Шеленкова Н. Б. Биржевые правонарушения // Законодательство. 1998. № 2. С. 58.

<sup>5</sup> Бабадаева В. М. Совершенствование системы выявления и пресечения манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг с использованием ценового критерия: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. М., 2011. С. 9.

<sup>6</sup> Мартыненко В. А. Инсайдерство и манипулирование ценами на рынке ценных бумаг: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. М., 2007. С. 11.

<sup>7</sup> Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) // Official Journal L 096, 12/04/2003. P. 0016–0025.

сигналы относительно финансовых инструментов, включая распространение слухов, ложных или вводящих в заблуждение новостей, если лицо, распространившее такую информацию, знало или должно было знать, что информация не соответствует действительности. В отношении журналистов, действующих в своем профессиональном качестве, распространение подобной информации должно оцениваться с учетом норм, регулирующих их профессиональную деятельность, если эти лица прямо или косвенно не получают выгод или преимуществ от распространения данной информации.

В частности, к манипулированию рынком относятся следующие действия, вытекающие из основного определения:

— поведение лица или лиц, действующих совместно, направленное на сохранение доминирующего положения в сфере спроса или предложения на финансовый инструмент, ведущее к прямой или косвенной фиксации цен покупки или продажи или созданию иных несправедливых торговых условий;

— покупка или продажа финансовых инструментов при закрытии рынка, ведущие к введению в заблуждение инвесторов, действующих на основании цен закрытия;

— получение преимуществ от случайного или регулярного доступа к средствам массовой информации путем высказывания мнения о ранее приобретенном финансовом инструменте (или косвенно — о его эмитенте), без одновременного раскрытия информации о конфликте интересов, и последующего получения прибыли от влияния высказанного мнения на цену финансового инструмента.

В российском законодательстве понятие манипулирования рынком содержится в ст. 5 Федерального закона от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» (далее — Федеральный закон № 224-ФЗ).<sup>8</sup> Указанная статья относит к манипулированию рынком умышленное распространение через средства массовой информации или любым иным способом заведомо ложных сведений; совершение операций с финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром по предварительному соглашению между участниками торгов и (или) их работниками и (или) лицами, за счет или в интересах которых совершаются указанные операции; совершение сделок, обязательства сторон по которым исполняются за счет или в интересах одного лица; выставление за счет или в интересах одного лица заявок, в результате которого на организованных торгах одновременно появляются две и более заявки противоположной направленности, в которых цена покупки финансового инструмента, иностранной валюты и (или) товара выше цены либо равна цене продажи такого же финансового инструмента, иностранной валюты и (или) товара, в случае если на основании указанных заявок совершены операции, и т. д. При этом необходимым признаком каждого из способов манипулирования является достигнутый результат: необходимо, чтобы в результате совершения соответствующих действий цена, спрос, предложение или объем торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром отклонились от уровня или поддерживались на уровне, существенно отличающемся от того уровня, который сформировался бы без совершения указанных действий.

На основе анализа случаев манипулирования исследователями проводится классификация его способов по различным критериям. Существующие классификации были

---

<sup>8</sup> Федеральный закон от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СЗ РФ. 2010. № 31. Ст. 4193.

разработаны в качестве классификаций манипулирования ценами на рынке ценных бумаг, однако могут быть применимы и к манипулированию рынком.

Так, В. А. Мартыненко предлагает несколько различных классификаций способов манипулирования ценами на рынке ценных бумаг. Первая из них — классификация по критерию влияния на фундаментальные факторы ценообразования. По указанному критерию автор предлагает подразделять способы манипулирования на два класса — манипулирование на фундаментальном уровне любого субъекта экономических отношений или процессов функционирования экономики и манипулирование ценами, не затрагивающее фундаментальные факторы. Манипулирование ценами путем изменения фундаментальных факторов создает искусственную ситуацию, которая полностью изменяет процесс ценообразования либо создает ситуацию, которая усиливает значение текущих фундаментальных факторов. Манипулирование ценами, не затрагивающее фундаментальные факторы, лишь временно искажает процесс ценообразования на рынке ценных бумаг.

В основу следующей классификации, предложенной автором, положен критерий влияния на цены. По указанному критерию способы манипулирования предлагается подразделять на прямые — затрагивающие только определенный актив, и косвенные — затрагивающие также смежные рынки и инструменты.

В качестве новых видов манипулирования ценами дополнительно к уже существующим автор выделяет событийное манипулирование, т. е. использование или создание различных событий, способных оказывать влияние на фундаментальные факторы, смешанное манипулирование, представляющее собой одновременное либо частичное использование каждого способа манипулирования ценами, и манипулирование по субъектам экономических отношений — со стороны государства, со стороны компании, со стороны участника рынка.<sup>9</sup> Представляется все же, что лишь первый из перечисленных способов манипулирования следует относить к новым, поскольку второй способ представляет собой лишь сочетание уже известных способов манипулирования в различных комбинациях, последний же и вовсе является не отдельным способом, а лишь классификацией по субъектному критерию. Такой способ манипулирования, как использование или создание различных событий, способных оказывать влияние на фундаментальные факторы, также нуждается в определенной конкретизации. Например, термином «использование» в данном контексте могут охватываться различные, уже закрепленные в законодательстве правонарушения, в том числе неправомерное использование инсайдерской информации. Кроме того, в соответствии с подходом законодателя к рассмотрению манипулирования как действий, которые повлекли за собой совершенно определенные последствия для рынка, само по себе создание определенных событий до тех пор, пока они фактически не повлияли на цену, спрос, предложение или объем торгов, манипулированием являться не будет.

Д. В. Пряничников подразделяет виды и приемы манипулирования на два вида — информационные манипуляции, основанные на распространении ложной информации, и торговые манипуляции, основанные на действиях трейдера, воздействующих на текущую или будущую цену акций.<sup>10</sup> Следует согласиться с автором в том, что

<sup>9</sup> Мартыненко В. А. Инсайдерство и манипулирование ценами на рынке ценных бумаг: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. С. 16–17.

<sup>10</sup> Пряничников Д. В. Выявление и устранение манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. М., 2006. С. 11.

в конечном счете вся совокупность способов манипулирования подразделяется на две большие группы — способы, связанные исключительно с информационным воздействием на рынок, и способы, основанные на иных действиях правонарушителя. Однако представляется, что первая из названных групп связана не только с распространением информации.

Хотя действующая редакция ст. 5 Федерального закона № 224-ФЗ предусматривает лишь один вид информационного манипулирования, а именно умышленное распространение заведомо ложных сведений, нет препятствий к тому, чтобы рассматривать в качестве информационного манипулирования не только активные, но и пассивные действия лица, связанные с предоставлением информации.

Так, раздел 17(а) Закона о фондовых биржах и ценных бумагах США в числе прочих способов провозглашает незаконным получение денег или имущества посредством любого ложного заявления о материальном факте или посредством сокрытия материального факта, когда такое заявление должно быть сделано в свете сложившихся обстоятельств. Ход мысли законодателя в данном случае вполне логичен. Отказ от раскрытия информации, которая должна быть раскрыта в установленном порядке, также может эффективно влиять на цену, спрос, предложение или объем торгов финансовым инструментом. Таким образом, нарушитель достигает своей цели по манипулированию рынком не за счет активных действий, а путем бездействия, уклонения от выполнения возложенной на него обязанности.

Между тем в свете действующего российского законодательства манипулятора, воздействующего на рынок путем уклонения от раскрытия информации, нельзя будет привлечь к ответственности за манипулирование. В связи с этим уточнение классификации способов информационного манипулирования путем выделения такого его вида, как пассивное информационное манипулирование, имеет важное практическое значение и влечет за собой необходимость выделения нового способа манипулирования, ускользнувшего от внимания законодателя, — «отказ от раскрытия или предоставления соответствующих сведений в тех случаях, когда они должны были быть раскрыты и предоставлены».

Таким образом, можно предложить следующую классификацию способов манипулирования рынком.

1. Манипулирование, предусматривающее исключительно информационное воздействие на финансовый инструмент, иностранную валюту или товар:

- а) активное манипулирование (распространение заведомо ложных сведений);
- б) пассивное манипулирование (отказ от раскрытия или предоставления соответствующих сведений в тех случаях, когда они должны были быть раскрыты и предоставлены).

2. Манипулирование, предусматривающее совершение операций с финансовым инструментом, иностранной валютой или товаром.

Активное информационное манипулирование может выражаться в распространении ложной информации о состоянии и перспективах развития различных сегментов рынка, его участников и инструментов, выдаче в этих целях информационных рекомендаций, публикации заявлений, аналитических отчетов, прогнозов, рекламы, распространении слухов, использовании финансовой прессы и иных каналов распространения информации (консультации клиентов, презентации, профессиональные конференции).

Применительно к манипулированию, основанному на совершении операций с финансовым инструментом, иностранной валютой или товаром, в том числе совершении сделок, можно привести следующие распространенные приемы, рассматривая их на примере рынка ценных бумаг.

1. Создание искусственного дефицита товаров на рынке — корнеры и выжимания.

Корнеры представляют собой способ манипулирования ценами, применяемый в отношении активов, торгуемых на бирже, в случае, если их количество, обращающееся на рынке, является ограниченным. Игроки на повышение скупают конкретную ценную бумагу, вызывая этим рост цен. При этом возрастает активность противостоящих им игроков на понижение, считающих, что актив переоценен, рынок на данном ценовом уровне не удержать и вскоре последует стремительное падение цен. Играя на понижение и осуществляя растущие продажи данной ценной бумаги без покрытия, эти игроки надеются, что в момент поставки и расчетов ее курс упадет, следовательно, бумагу удастся откупить по более низкой цене и заработать на курсовой разнице. Таким образом, к моменту поставок и расчетов оказывается, что данной ценной бумаги в свободной продаже больше нет, все ее запасы сосредоточены в руках игроков на повышение. Следовательно, чтобы расплатиться по продажам без покрытия, игроки на понижение могут приобрести ценную бумагу только у тех, кому они ее продавали и кто аккумулировал в своих руках весь наличный запас ценной бумаги на рынке, резко повысив при этом цены.

Иной вариант корнера — предоставление игроками на повышение (манипуляторами) ссуд ценными бумагами игрокам на понижение и скрытый откуп первыми у них ценных бумаг на открытом рынке по все возрастающей цене. К моменту расчетов по ссудам все ценные бумаги находятся у кредиторов, которые устанавливают на них чрезвычайно высокие цены.

*Выжимание* — способ манипулирования, схожий с корнером. Суть его заключается в том, что собственник значительного запаса товара, торгуемого на рынке, начинает покупать срочные контракты, предполагающие поставку данного товара в будущем по определенной цене. К моменту поставки товара не оказывается на рынке в необходимом количестве, попытки купить его приводят к повышению цены. Собственник запаса товара начинает медленно освобождаться от него по новой, более высокой цене, продавая его тем, кто несколько месяцев назад соглашался поставлять его по более низким ценам.

2. Имитация фальшивой активности, влияющей на цены, или совершение сделок по искусственным ценам, включая мокрые продажи, спаренные ордера, паркинг (складирование), пулы, совершение сделок и выставление заявок по ценам, явно отличным от рыночных, в те периоды, когда устанавливается ценовой уровень, и т. д.

*Мокрые продажи* — совершение сделок, не приводящих к смене собственника (выгодоприобретателя) или осуществляемых в кругу заинтересованных или аффилированных лиц с целью направленного воздействия на курс ценных бумаг. Это притворные сделки, в результате которых не происходит смены собственника, например, продажа ценных бумаг в кругу семьи, родственникам или знакомым с сохранением ценных бумаг в фактической собственности.

Ценовые условия таких сделок могут существенным и искусственным образом повлиять на цену финансового актива на рынке.

Спаренные ордера — размещение у двух брокеров одновременно заявки на покупку и продажу одних и тех же ценных бумаг: ценные бумаги продаются одному брокеру

и тут же покупаются у другого, при этом, как и в случае с «мокрыми продажами», реальной смены собственника бумаг не происходит.

Паркинг — совершение сделок репо с обратным выкупом акций по тем же, фиксированным, ценам, безрисковым для манипулятора. Акции временно «складируются» у покупателей, в результате чего не происходит фактического перехода права собственности. Используется для поддержания искусственной активности на рынке, влияющей на цены. Манипулятор получает возможность временно накапливать у своих контрагентов запасы ценных бумаг, выкупать их, перебрасывать на других партнеров, поддерживая постоянно высокую активность и нужную ему курсовую динамику по ценной бумаге, являющейся объектом манипулирования.

Пул — группа участников рынка, осуществляющих согласованные действия с целью оказания искусственного воздействия на цены. Участники пула приобретают акции или опционы на акции, затем осуществляют скоординированные активные действия по повышению цены акций выше курса, по которому были приобретены ценные бумаги или по которому есть право их приобретения в соответствии с опционом, с целью последующей реализации ценных бумаг и получения прибыли. Вокруг ценной бумаги имитируется искусственная активность, в частности, используются мокрые продажи, спаренные ордера, паркинг, скоординированные перебрасывания ценных бумаг между членами пула, открытие членами пула множества счетов у различных брокеров и т. д. Одновременно создается благоприятный информационный фон: распространяются ложные слухи о растущих прибылях и положительных инвестиционных прогнозах, привлекаются пресса, рекламные агентства.

Манипулирование путем создания пула можно считать смешанным способом манипулирования, относя данную схему одновременно к манипулированию путем совершения сделок и к манипулированию с помощью информационного воздействия на участников рынка.

Ярким примером манипулирования, предусматривающего совершение операций с финансовым инструментом, является выявленный ФСФР России случай манипулирования ценой обыкновенных акций открытого акционерного общества «РБК» на торгах ЗАО «ФБ ММВБ» осенью 2011 г. Установление факта манипулирования явилось результатом проведения проверки, осуществлявшейся в связи с поступлением обращения эмитента этих акций — ОАО «РБК». В ходе проведения проверки был обнаружен ряд сделок с существенным отклонением цены и иных рыночных параметров, после чего на протяжении нескольких дней были выявлены взаимосвязи в совершении сделок между группой клиентов одного из профессиональных участников рынка ценных бумаг. Заключаемые ими сделки привели к существенному отклонению цены и иных рыночных параметров, а объем совершаемых ими операций с акциями ОАО «РБК» в отдельные дни достигал 40 % от дневного объема торгов этими акциями. В ходе проведенной проверки было установлено, что данные сделки совершались в интересах одного лица, которое также участвовало в торгах.<sup>11</sup>

Таким образом, конечной целью манипулирования рынком является оказание влияния на представление участников рынка о стоимости и ценности активов, обращающихся на рынке. Соответствующее влияние достигается путем активного изменения

---

<sup>11</sup> О выявлении факта манипулирования акциями ОАО «РБК» на торгах ЗАО «ФБ ММВБ» // [http://www.ffms.ru/press/releases/index.php?id\\_3=8716&year\\_3=2012&month\\_3=9](http://www.ffms.ru/press/releases/index.php?id_3=8716&year_3=2012&month_3=9)

представлений участников организованных торгов за счет введения их в заблуждение относительно цены, содержания, характера предмета торговли и торговых операций. Манипулятор стремится повысить или ослабить интерес других лиц, осуществляющих торговлю на рынке, к тому или иному активу. Это относится не только к чисто информационным видам манипулирования, таким как распространение заведомо ложных сведений или отказ от раскрытия или предоставления сведений в тех случаях, когда они должны были быть раскрыты или предоставлены, но и к манипулированию путем совершения операций с финансовым инструментом, иностранной валютой или товаром.

Так, путем совершения соответствующих операций манипулятор имитирует искусственную активность вокруг предмета торгов, что создает у других лиц, присутствующих на рынке, ложное впечатление относительно ценности финансового инструмента, иностранной валюты или товара и ведет к движению цены, спроса или предложения в нужном манипулятору направлении. Эффект от манипулирования достигается за счет воздействия на представления участников торгов, которое, в свою очередь, является причиной совершения этими лицами определенных, ожидаемых нарушителем действий.

В конечном счете, благодаря усилиям манипулятора вокруг финансового инструмента, иностранной валюты или товара создается благоприятный или неблагоприятный информационный фон, который и влияет на результат торгов.

Представляется, что такие недобросовестные рыночные практики, как манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации, имеют общую сущность ввиду единой цели их совершения — влияния на представления инвесторов о стоимости и ценности финансового инструмента, иностранной валюты или товара и способа совершения — посредством использования информации в интересах правонарушителя. Так, при использовании инсайдерской информации влияние оказывается за счет необоснованного сокрытия от других инвесторов используемых сведений, т. е. происходит своего рода «пассивная» манипуляция. Действуя в условиях недостатка информации, участники торгов не имеют возможности принимать обоснованные и рациональные финансовые решения, предоставляя инсайдеру монополию на важные сведения. Следовательно, рассматривая указанные практики совместно, можно вести речь о едином явлении — манипулировании информацией на рынке.

Используемый в зарубежном законодательстве термин «рыночное злоупотребление» (*market abuse*), объединяющий в себе оба данных правонарушения, не отражает в должной мере сущностную связь указанных явлений и не несет значительной смысловой нагрузки. В широком смысле «рыночным злоупотреблением» можно признать достаточно широкий спектр противоправных действий, совершаемых на организованном рынке, не ограничивающийся инсайдом и манипулированием. Для характеристики же неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком ключевым термином и отправной точкой должно служить понятие «информация», поскольку совершаются данные действия посредством использования информации в интересах правонарушителя.

Несмотря на отличие в конкретных приемах воздействия на рынок и та, и другая недобросовестные рыночные практики ведут к подрыву информационной прозрачности рынка, лишая его участников равных возможностей доступа к информации. Информация же является важнейшим ресурсом рынка, предопределяющим процесс

ценообразования на финансовые активы и распределение финансовых ресурсов. В результате как манипулирование рынком, так и неправомерное использование инсайдерской информации ведут к сокращению числа инвесторов, стремящихся совершать операции на соответствующем рынке, что снижает ликвидность последнего.

Рассмотрение манипулирования рынком и неправомерного использования инсайдерской информации как составляющих одного явления — манипулирования информацией на рынках в свою очередь предопределяет необходимость установления единого подхода к регулированию отношений по противодействию данным недобросовестным рыночным практикам.

Статья поступила в редакцию 20 марта 2013 г.