

Е. А. Емельянова*

ПОНЯТИЯ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ И МАНИПУЛИРОВАНИЯ РЫНКОМ В РОССИЙСКОМ И ЗАРУБЕЖНОМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВАХ: СРАВНИТЕЛЬНО-ПРАВОВОЙ АСПЕКТ

Манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации — серьезные правонарушения, подрывающие целостность финансовых рынков и доверие к ним инвесторов. Меры по предотвращению злоупотреблений на финансовых рынках являются необходимым инструментом формирования здоровой конкурентной среды и залогом устойчивого состояния и развития экономической системы. Создание системы правового регулирования, обеспечивающей своевременное и адекватное выявление и пресечение указанных недобросовестных рыночных практик — одна из ключевых задач законодателя на пути формирования эффективного рынка и благоприятного инвестиционного климата в Российской Федерации.

Проблемы манипулирования рынком и неправомерного использования инсайдерской информации занимают традиционно важное место в законодательстве большинства государств с развитым финансовым рынком. Ввиду увеличения количества мест торговли финансовыми инструментами, когда последние все чаще обращаются в новых торговых системах и на внебиржевых рынках, а также роста числа «межграничных» случаев совершения соответствующих правонарушений зарубежным законодателем непрерывно совершенствуется правовое регулирование в рассматриваемой сфере. Представляется, что зарубежный опыт борьбы с инсайдерской торговлей и манипулированием рынком может быть принят во внимание в целях совершенствования российского законодательства и правоприменительной практики.

Системы правового регулирования противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в Европе и США формировались в разные сроки. Государства — нынешние участники Европейского союза включились в законодательный процесс по данному вопросу значительно позже США, где проблемы манипулирования рынком и инсайдерской торговли попали в поле зрения законодателя еще в 1930-х гг. с принятием Закона о ценных бумагах 1933 г. и Закона о фондовых биржах и ценных бумагах 1934 г. В Европе же начало регулированию соответствующих вопросов было положено лишь во второй половине XX в., однако соответствующие правовые нормы различных европейских государств довольно существенно отличались друг от друга и были недостаточно полными и систематизированными.

Создание единого европейского рынка финансовых услуг потребовало введения рамочного регулирования соответствующих отношений при помощи директив, сходным образом имплементированных в законодательства государств Европейского союза.

* Емельянова Елена Александровна — начальник Отдела правового обеспечения и контроля Управления — Аппарата проректора по экономическому развитию СПбГУ, аспирантка кафедры коммерческого права юридического факультета СПбГУ.

© Е. А. Емельянова, 2012

E-mail: e.emelyanova@spbu.ru

Еще в 1977 г. Европейская комиссия опубликовала Рекомендацию государствам-участникам, посвященную сделкам с ценными бумагами.¹ Одним из существенных принципов совершения сделок был провозглашен запрет злоупотребления ценообразующей информацией. Инсайдеры обязывались воздерживаться как от сделок с такой информацией, так и от ее передачи третьим лицам. В развитие указанного регулирования в 1989 г. была принята Директива 89/592/ЕС,² определившая в ст. 1 инсайдерскую информацию как не являющуюся общедоступной информацию конкретного характера, относящуюся к одному или нескольким эмитентам ценных бумаг либо к одной или нескольким ценным бумагам, которая, будучи обнародованной, могла бы оказать существенное влияние на цену бумаг. В ст. 2–3 указанной Директивы лицам, на том или ином основании владеющим инсайдерской информацией, запрещалось в целях личной выгоды приобретать или размещать за свой счет или за счет третьего лица ценные бумаги, к которым относилась подобная информация; передавать инсайдерскую информацию третьим лицам; давать третьим лицам рекомендации о ценных бумагах, основанные на инсайдерской информации.

С целью дальнейшего обеспечения безопасности европейского финансового рынка в 2003 г. была принята Директива 2003/6/ЕС,³ посвященная двум правонарушениям — инсайдерской торговле и манипулированию рынком — совместно именуемым «рыночными злоупотреблениями» (market abuse). Задачей Директивы являлось повышение уровня доверия инвесторов к рынку путем запрещения лицам, владеющим инсайдерской информацией, осуществлять на ее основе торговлю соответствующими финансовыми инструментами и путем запрещения манипулировать рынком через распространение ложной информации и совершение сделок, ведущих к отклонению цен от нормального уровня. Сфера применения Директивы 2003/6/ЕС была расширена. Так, если Директива 89/592/ЕС распространяла свое действие лишь на ценные бумаги, то под действие Директивы 2003/6/ЕС подпали финансовые инструменты. Таким образом, инсайдерская информация перестала ограничиваться информацией о ценных бумагах эмитента и стала включать в себя и информацию о соответствующих деривативах.

Согласно ст. 1(1) Директивы 2003/6/ЕС инсайдерская информация — это информация, точная по природе, которая не была сделана общедоступной, относящаяся, прямо или косвенно, к одному или более эмитентам финансовых инструментов и которая, будучи сделана общедоступной, могла бы оказать существенное влияние на цену указанных финансовых инструментов или на цену соответствующих деривативов. Для лиц, осуществляющих выполнение приказов, касающихся финансовых инструментов, инсайдерская информация — это информация, обладающая указанными признаками и относящаяся к еще не выполненным приказам клиента. Данная норма направлена на предотвращение так называемого «забегания вперед» (front running) — практики, в соответствии с которой рыночный посредник, получая информацию о еще не выполненном клиентском приказе, сам, опережая клиента, совершал сделку с соответствующим финансовым инструментом на основе полученной информации.

¹ Commission Recommendation of 15 July 1977, 77/534 EEC // Official Journal 1977, L 212/37, L 294/28.

² Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing // Official Journal L 334, 18/11/1989. P. 0030–0032.

³ 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.

В развитие Директивы 2003/6/ЕС в Европейском союзе были приняты и иные нормативные акты, в частности Директива 2003/124/ЕС,⁴ посвященная определению понятий «инсайдерская информация» и «рыночное манипулирование», а также публичному раскрытию инсайдерской информации, Директива 2003/125/ЕС⁵ о раскрытии конфликта интересов, Директива 2004/72/ЕС⁶ об определении понятия инсайдерской информации применительно к товарным деривативам, составлению списка инсайдеров и т. д.

Директива 2003/124/ЕС уточняет и конкретизирует понятие инсайдерской информации, предложенное в Директиве 2003/6/ЕС, определяя критерии «точности» и «общедоступности» информации. Так, согласно ст. 1 Директивы 2003/124/ЕС информация считается точной по природе, если она указывает на совокупность обстоятельств, которые существуют или возникновение которых может разумно ожидаться, или событие, которое произошло либо может разумно ожидаться, и если она достаточно специфична, чтобы из нее могло быть выведено заключение относительно возможного влияния указанной совокупности обстоятельств или события на цены финансовых инструментов или соответствующих деривативов. Для целей применения п. 1 ст. 1 Директивы 2003/6/ЕС «информация, которая, будучи сделана общедоступной, могла бы оказать существенное влияние на цену указанных финансовых инструментов или на цену соответствующих деривативов» означает информацию, которую разумный инвестор использовал бы как основу для принятия инвестиционных решений.

Инсайдерская информация в отношении товарных деривативов — информация, точная по природе, которая не была сделана общедоступной, относящаяся, прямо или косвенно, к одному или более таким деривативам и которую участники рынка, где торгуются соответствующие деривативы, ожидают получить в соответствии с принятой на данном рынке практикой. При этом согласно ст. 4 Директивы 2004/72/ЕС такой информацией считается информация, обычно доступная для участников рынка либо подлежащая раскрытию в соответствии с правовыми или регулятивными положениями, рыночными правилами, договорами или обычаями, принятыми на рынке соответствующего товара или товарного дериватива.

В части определения понятия инсайдерской информации государства — участники Европейского союза с большей или меньшей степенью точности воспроизвели положения Директивы 2003/6/ЕС.

Так, раздел 118С Акта о финансовых услугах и рынках Великобритании (Financial Services and Markets Act)⁷ определяет инсайдерскую информацию как точную по природе информацию, которая не является общедоступной и относится прямо или косвенно к одному или более эмитентам инвестиций, удовлетворяющих требованиям, или

⁴ Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation // Official Journal L 339, 24/12/2003. P. 0070–0072.

⁵ Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest // Official Journal L 339, 24/12/2003. P. 0073–0077.

⁶ Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions // Official Journal L 162, 30/04/2004. P. 0070–0075.

⁷ Financial Services and Markets Act // <http://www.legislation.gov.uk>.

к одной или более инвестициям, удовлетворяющим требованиям, и, став общедоступной, могла бы оказать существенное влияние на цену инвестиций, удовлетворяющих требованиям, или на цену связанных с ними инвестиций. При этом Кодекс рыночного поведения, изданный органом финансового регулирования и надзора (Financial Services Authority) в соответствии с Актом о финансовых услугах и рынках, перечисляет несколько факторов, которые должны быть приняты во внимание при определении того, является ли информация общедоступной и, таким образом, не относящейся к инсайдерской. Он подтверждает положения Директивы 2003/6/ЕС, согласно которым исследования и оценки, получаемые на основе общедоступных данных, не должны рассматриваться в качестве инсайдерской информации, и признает не относящимся к делу при определении того, является ли информация инсайдерской, факт того, что информация является общедоступной только за пределами Великобритании.

Инсайдерская торговля согласно Акту о финансовых услугах и рынках является разновидностью рыночного злоупотребления. Под рыночным злоупотреблением понимается поведение одного лица или двух и более лиц, действующих совместно, которое совершается в отношении инвестиций, удовлетворяющих требованиям, допущенных к торговле на рынке или в отношении которых был сделан запрос о допуске их к торговле на таком рынке; в отношении инвестиций, являющихся связанными с ними инвестициями, и которое подпадает под один из типов поведения, установленных в подп. 2–8. К последним, в частности, относятся совершение инсайдером сделок или попытка совершения сделки с инвестициями, удовлетворяющими требованиям, или связанными с ними инвестициями на основе инсайдерской информации, а также раскрытие инсайдерской информации другому лицу не в связи с надлежащим исполнением своих профессиональных, служебных или должностных обязанностей.

Определения инсайдерской информации, содержащиеся в ст. 621-1, 621-2, 621-3 Генерального регламента Комиссии по ценным бумагам Франции (общее определение, определения применительно к дериватам и деятельности рыночных посредников), соответствуют Директиве 2003/6/ЕС. При этом инсайдерская торговля по аналогии с Директивой 2003/6/ЕС понимается как разновидность рыночного злоупотребления наряду с рыночным манипулированием, представляющим собой два различных правонарушения — манипулирование ценами и распространение ложной информации.

Хотя понятию «рыночное злоупотребление» Генеральный регламент определения не дает, применительно к поведению участников рынка используется термин «принятая рыночная практика». Под принятой рыночной практикой в соответствии со ст. 612-1 Генерального регламента понимается рыночная практика, которая может разумно ожидать на одном или более финансовых рынках и которая принята Комиссией по ценным бумагам. При определении того, насколько соответствующая практика может считаться приемлемой, Комиссия по ценным бумагам принимает во внимание такие факторы, как уровень прозрачности соответствующей рыночной практики применительно к рынку в целом; структурные характеристики рынка, в том числе доля непрофессиональных инвесторов на указанном рынке; степень, в которой соответствующая практика влияет на ликвидность и эффективность рынка; степень, в которой данная практика учитывает механизмы торговли на соответствующем рынке и способность участников рынка вовремя реагировать на рыночную ситуацию, изменившуюся в связи с введением указанной практики, и т. д. Комиссия по ценным бумагам публикует решение о принятии или отклонении указанной рыночной практики на своем

официальном сайте с указанием на то, какие факторы побудили ее принять соответствующее решение.

Более широкое определение инсайдерской информации дается в ст. 13 Акта о торговле ценными бумагами Германии (*Wertpapierhandelsgesetz*). Инсайдерская информация — это любая точная информация об обстоятельствах, которые не являются общеизвестными, относящаяся к одному или более эмитентам инсайдерских ценных бумаг или к самим инсайдерским ценным бумагам, которая, будучи сделанной общеизвестной, могла бы оказать существенное влияние на фондовый рынок или рыночную цену инсайдерской ценной бумаги. Такая вероятность считается существующей, если осведомленный инвестор учитывал бы информацию при принятии инвестиционных решений. Термин «обстоятельства» также применяется к случаям, возникновение которых может разумно ожидать в будущем. Инсайдерская информация относится к информации, которая не является общеизвестной и которая относится к приказам третьих лиц на покупку или продажу финансовых инструментов, относится к деривативам и которую участники рынка ожидали бы получить в соответствии с принятыми практиками соответствующего рынка.

Также рассматриваемое определение инсайдерской информации отсылает к понятию инсайдерской ценной бумаги, которое раскрыто в ст. 12 Акта о торговле ценными бумагами. Так, инсайдерские ценные бумаги по смыслу ст. 12 — это финансовые инструменты:

- 1) допущенные к торговле на немецкой фондовой бирже, или регулируемом рынке (*Geregelter Markt*), или неофициальном регулируемом рынке (*Freiverkehr*);
- 2) допущенные к торговле на регулируемом рынке другого государства — члена Европейского союза или государства, подписавшего Соглашение о Европейской экономической зоне и
- 3) цены на которые зависят прямо или косвенно от финансовых инструментов, указанных в п. 1 и 2.

Необходимо отметить, что определение информации, приведенное в указанной статье, не является столь же точным, как определение, данное Директивой 2003/124. Кроме того, указанное определение подверглось обоснованной критике в связи с тем, что из его буквального прочтения остается неясным, охватывается ли им информация, косвенно относящаяся к эмитенту соответствующих финансовых инструментов.⁸

Законодательство США не содержит четкого определения понятий «инсайдерская информация», «инсайдерская торговля». Как отмечает И. Киселева, до принятия Закона «О фондовых биржах и ценных бумагах» 1934 г. в отношении случаев инсайдерской торговли применялось общее право: инсайдер нес ответственность только в случае существования фидуциарной обязанности или иных доверительных или конфиденциальных отношений между сторонами.⁹ Сегодня же главным средством борьбы с инсайдерской торговлей являются Закон «О фондовых биржах и ценных бумагах» (*Securities Exchange Act of 1934*)¹⁰ и принятые в развитие данного Закона нормативные акты Комиссии по ценным бумагам и биржам США (далее — Комиссия).

⁸ H Ziemons Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes [2004] NZG 537, 538.

⁹ Киселева И. Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США // Правовое регулирование. 2004. № 10(12). С. 3–7.

¹⁰ Securities Exchange Act of 1934 // <http://www.sec.gov>.

Закон о фондовых биржах и ценных бумагах касается вопросов инсайдерской торговли напрямую в разделе 16 (b) и косвенно в разделе 10 (b).

Раздел 16 (b) запрещает прибыли, полученные за период менее чем шесть месяцев корпоративными инсайдерами в отношении акций их корпорации, за исключением очень ограниченного числа случаев. Данная норма применяется к директорам или служащим корпорации и к лицам, владеющим более чем 10 % ее акций, и направлена на предотвращение инсайдерской торговли со стороны лиц, с наибольшей вероятностью владеющих важной инсайдерской информацией.

Раздел 10 (b) провозглашает незаконным для любого лица использование или применение в связи с покупкой или продажей любой ценной бумаги (зарегистрированной или не зарегистрированной на национальной бирже) обманных или мошеннических приемов и способов, противоречащих нормам и правилам Комиссии.

В целях имплементации указанной статьи Комиссия приняла Правило 10b-5, провозглашающее незаконным для любого лица прямое или косвенное использование приемов, способов или схем для обмана; ложное утверждение о существенных фактах или умолчание о существенных фактах, необходимых, чтобы заявления в обстоятельствах, при которых они были сделаны, не являлись вводящими в заблуждение; вовлечение в любое действие, практику или бизнес, которые являются или будут являться обманом или мошенничеством в отношении любого лица, в связи с покупкой или продажей ценной бумаги. Мошеннические и обманные способы, запрещенные разделом 10(b) Закона «О фондовых биржах и ценных бумагах», включают куплю или продажу ценных бумаг любого эмитента на основе (с использованием) существенной неопубликованной информации об этих ценных бумагах или об эмитенте в нарушение обязанности по сохранению конфиденциальности информации, носящей непосредственный, косвенный или производный характер по отношению к эмитенту этих ценных бумаг либо акционеру эмитента или любому другому лицу, которое является источником существенной неопубликованной информации.

По каким же критериям должна была определяться «существенность» информации, подлежащей раскрытию? В деле *TSC Industries v. Northway*¹¹ судом было установлено, что факт может считаться существенным, если имеет место значительная вероятность того, что раскрытие данного факта рассматривалось бы разумным инвестором как существенно меняющее доступную ему информационную картину. Степень точности информации также должна приниматься во внимание при определении того, насколько информация является существенной. Так, в деле *SEC v. Monarch Fund*¹² суд постановил, что информации недостает основных элементов определенности — кредиторы не были идентифицированы, не были определена дата финансирования и иные специфические условия, ввиду чего соответствующие сведения не могут рассматриваться как существенные.

В 1997 г. Верховный суд в решении по делу *United States v. O'Hagan*¹³ постановил, что конфиденциальная информация компании должна быть квалифицирована как собственность компании, в отношении которой компания имеет право исключительного пользования. Незаконное присвоение такой информации представляет собой мошенничество сродни хищению — мошенническому присвоению для собственных целей

¹¹ <http://supreme.justia.com/us/426/438/case.html>.

¹² <http://openjurist.org/608/f2d/938/securities-and-exchange-commission-v-monarch-fund-ii-b>.

¹³ <http://supreme.justia.com/us/521/642/case.html>.

денег или товаров, вверенных другим лицом. Решение по делу O'Hagan явилось существенной вехой на пути определения сферы применения Правила 10b-5 о противодействии инсайдерской торговле.

В Российской Федерации основным источником регулирования отношений, связанных с неправомерным использованием инсайдерской информации, долгое время оставался Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»)¹⁴. Регулирование, содержащееся в указанном нормативном акте, не являлось достаточным для создания барьеров для злоупотреблений на рынке, кроме того, оно не распространялось на рынок иной, чем рынок ценных бумаг. Указанные обстоятельства обусловили внесение в Государственную Думу РФ 27 декабря 2008 г. проекта Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» и последующее принятие соответствующего нормативного акта — Федерального закона от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — Федеральный закон № 224-ФЗ)¹⁵.

До принятия Федерального закона № 224-ФЗ термины «инсайдер» и «инсайдерская информация» оставались должным образом не раскрытыми. Несмотря на фактическое наличие данных терминов в тексте ряда нормативных актов (Федеральный закон от 23 декабря 2003 г. № 17-ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации»¹⁶, Регламент тематической проверки, утвержденный Указанием Центрального Банка Российской Федерации «Об особенностях осуществления Банком России проверок депозитарной деятельности кредитных организаций» от 28 октября 1998 г. № 385-У¹⁷), определения им не давались. Целям регулирования отношений, связанных с использованием инсайдерской информации, отчасти служили нормы Федерального закона «О рынке ценных бумаг», посвященные служебной информации, однако понятие служебной информации не соответствовало основным признакам, характерным для феномена инсайдерской информации.

Так, согласно ст. 31 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» служебной признавалась любая не являющаяся общедоступной информация об эмитенте и выпущенных им эмиссионных ценных бумагах, которая ставит лиц, обладающих в силу своего служебного положения, трудовых обязанностей или договора, заключенного с эмитентом, такой информацией, в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг. В данном определении отсутствовали такие важные классифицирующие признаки, характерные для инсайдерской информации, как точность данной информации и возможность влияния указанной информации на рыночные

¹⁴ Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

¹⁵ 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» // Там же. 2010. № 31. Ст. 4193.

¹⁶ Федеральный закон от 23 декабря 2003 г. № 17-ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» // Там же. 2003. № 52. Ст. 5029.

¹⁷ Указание ЦБ РФ от 28 октября 1998 г. № 385-У «Об особенностях осуществления Банком России проверок депозитарной деятельности кредитных организаций» // Вестник Банка России. 1998. № 75.

котировки ценных бумаг. К лицам, располагающим служебной информацией, ст. 32 данного Федерального закона относил членов органов управления эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, связанного с этим эмитентом договором; аудиторов эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, связанного с этим эмитентом договором; служащих государственных органов, имеющих в силу контрольных, надзорных и иных полномочий доступ к указанной информации. Очевидно, что перечень субъектов, установленный данной статьей, не являлся достаточным для создания барьеров для злоупотреблений на рынке. Таким образом, понятие служебной информации являлось несовершенной конструкцией, не обеспечивающей достижение поставленных целей правового регулирования.

В Федеральном законе № 224-ФЗ законодателем впервые было предложено определение инсайдерской информации. В соответствии со ст. 2 данного Закона инсайдерская информация — точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена (в том числе сведения, составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну, тайну связи (в части информации о почтовых переводах денежных средств) и иную охраняемую законом тайну), распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров (в том числе сведения, касающиеся одного или нескольких эмитентов эмиссионных ценных бумаг (далее — эмитент), одной или нескольких управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов (далее — управляющая компания), одного или нескольких хозяйствующих субъектов, указанных в п. 2 ст. 4 настоящего Федерального закона, либо одного или нескольких финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров) и которая относится к информации, включенной в соответствующий перечень инсайдерской информации, указанный в ст. 3 настоящего Федерального закона.

Несмотря на то что данное определение может показаться несколько громоздким, оно отражает ключевые признаки инсайдерской информации — ее точность и возможность влияния на цену финансового инструмента или товара. Несомненным его достоинством является также указание на возможное соотношение инсайдерской информации с информацией, составляющей коммерческую, служебную и иную охраняемую законом тайну.

Согласно ст. 3 Федерального закона № 224-ФЗ сведения, относящиеся к инсайдерской информации, различаются в зависимости от круга субъектов. Так, к инсайдерской информации эмитентов и управляющих компаний, организаторов торговли, профессиональных участников рынка ценных бумаг, информационных и рейтинговых агентств относится информация, исчерпывающий перечень которой утверждается нормативным правовым актом федерального органа исполнительной власти в области финансовых рынков. В настоящее время соответствующий перечень утвержден Приказом ФСФР России от 12 мая 2011 г. № 11-18/пз-н «Об утверждении Перечня информации, относящейся к инсайдерской информации лиц, указанных в п. 1–4, 11 и 12 ст. 4 Федерального закона “О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации”, а также порядка и сроков раскрытия такой информации».

К инсайдерской информации Банка России, а также органов исполнительной власти и органов местного самоуправления, органов управления государственными

внебюджетными фондами, имеющими право размещать временно свободные денежные средства в финансовые инструменты, относится информация о принятых решениях об итогах торгов, информация, полученная в ходе проводимых проверок, информация о результатах проверок, о принятых решениях о выдаче, приостановлении действия или аннулировании лицензий, о привлечении к административной ответственности.

Кроме того, все вышеперечисленные субъекты обязаны утвердить собственные перечни инсайдерской информации.

Таким образом, ключевым отличием определения инсайдерской информации, содержащегося в Федеральном законе № 224-ФЗ, от аналогичных терминов зарубежного законодательства является то, что перечень сведений, признаваемых инсайдерской информацией, четко определен на уровне нормативных правовых актов. Однако с целесообразностью рассматриваемой модели законодательного регулирования указанных отношений можно поспорить. При том что огромное практическое значение соответствующих перечней неоспоримо, представляется, что они по объективным причинам не способны охватить собой все виды сведений, которые в том или ином случае могут выступать в качестве инсайдерской информации. Хотя данное регулирование является удобным для целей правоприменительной практики, оно одновременно создает возможность для участников рынка избежать ответственности в случае неправомерного использования информации, отвечающей всем необходимым признакам инсайдерской информации, но при этом не включенной в соответствующий перечень. Отказ от придания утвержденным перечням инсайдерской информации исчерпывающего характера мог бы способствовать более эффективному предотвращению соответствующего правонарушения.

Интересно, что на стадии разработки Федерального закона № 224-ФЗ законодатель не стремился к тому, чтобы ограничивать понятие инсайдерской информации закрытым перечнем тех или иных сведений. Так, проект Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» рассматривал инсайдерскую информацию как достоверную по своему характеру нераскрытую информацию, доступ к которой ограничен федеральными законами, касающуюся одного или нескольких эмитентов эмиссионных ценных бумаг, одной или нескольких управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, одного или нескольких производителей товара либо одного или нескольких финансовых инструментов или товаров, и иную информацию, раскрытие которой может оказать существенное воздействие на цены таких финансовых инструментов или товаров. При этом подчеркивалось, что инсайдерская информация может в том числе являться информацией, составляющей коммерческую, служебную и иную тайну.

Хотя обоснованность определения в Проекте инсайдерской информации как информации, доступ к которой ограничен федеральными законами, вызывала сомнения,¹⁸

¹⁸ Представляется, что нет препятствий оценивать в качестве инсайдерской информацию, подлежащую раскрытию в соответствии с законодательством, *до момента такого раскрытия*. На указанное обстоятельство справедливо обращалось внимание в ст. 32 Модельного закона «О рынке ценных бумаг» от 24 ноября 2001 г., принятого Постановлением № 18-7 на 18-м пленарном заседании Межпарламентской ассамблеи государств — участников СНГ, в соответствии с которым инсайдерская информация определялась как любая нераскрытая информация о ценных бумагах и операциях с ними, а также об эмитенте этих ценных бумаг и осуществляемой им деятельности, раскрытие

представляется, что отсутствие ссылки на исчерпывающие перечни сведений, являющихся инсайдерской информацией, в большей степени служило достижению цели по созданию барьеров для злоупотреблений на рынке и соответствовало международной практике регулирования рассматриваемых отношений.

Еще одним правонарушением, входящим в понятие «рыночное злоупотребление», согласно Директиве Европейского Парламента и Совета от 28 марта 2003 г. 2003/6/ЕС является *манипулирование рынком*.

В соответствии со ст. 2 Директивы Европейского Парламента и Совета от 28 марта 2003 г. 2003/6/ЕС¹⁹ 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 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, приведенного в п. «а», «б», «с»:

— 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;

которой может оказать существенное влияние на рыночную цену этих ценных бумаг, в том числе информация, которая подлежит раскрытию неопределенному кругу лиц, — до момента ее раскрытия в установленном законом порядке. Исследователями также подчеркивалось, что в качестве инсайдерской может рассматриваться информация, которая будет опубликована после ее использования инсайдером (Гетьман-Павлова И. В. Регулирование инсайдерской торговли на мировых рынках ценных бумаг // Банковское право. 2007. № 1. С. 41).

¹⁹ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).

— 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.

Законодательство Великобритании рассматривает манипулирование рынком как часть более широкого понятия — рыночного злоупотребления (market abuse). При этом регулирование противодействия рыночным злоупотреблениям опирается как на положения Акта о финансовых услугах и рынках, так и на соответствующие статьи Кодекса рыночного поведения, разработка которого была предписана органу финансового регулирования и надзора в ст. 119 (1) Акта. Кодекс рыночного поведения содержит указания, которыми необходимо руководствоваться при определении того, является ли поведение участника рынка рыночным злоупотреблением. Положения Кодекса подразделяются на четыре вида:

- 1) описывающие поведение, которое, по мнению органа финансового регулирования и надзора, не является рыночным злоупотреблением;
- 2) описывающие поведение, которое с точки зрения органа финансового регулирования и надзора рыночным злоупотреблением является;
- 3) идентифицирующие факторы, которые должны быть приняты во внимание при решении вопроса о том, является ли соответствующее поведение рыночным злоупотреблением;
- 4) содержащие указания, не носящие обязательного характера.

Положения первой группы носят обязательный характер в силу ст. 122 (1) Акта. Это так называемые «убежища» (safe harbours). Если поведение участника рынка относится к данной категории, оно не будет признано рыночным злоупотреблением. Положения второй и третьей группы по своей природе имеют доказательственное значение. Они отражают мнение органа финансового регулирования и надзора и могут быть приняты во внимание при решении вопроса о том, каким образом квалифицировать поведение участника рынка. Положения четвертой группы являются всего лишь рекомендациями. Также Кодекс рыночного поведения содержит описание того, что следует понимать под добросовестной или недобросовестной рыночной практикой.

Статья 118 Акта о финансовых услугах и рынках Великобритании содержит перечень действий, относящихся к рыночному злоупотреблению, включающий в себя не только неправомерное использование и раскрытие инсайдерской информации, но и такие действия, как:

— «злоупотребление информацией»: поведение, не относящееся к неправомерному использованию или раскрытию инсайдерской информации, которое расценивалось бы участником рынка как нарушающее стандарты, принятые на соответствующем рынке. Данное поведение должно быть основано на информации, которая не является общедоступной, но которую участник рынка мог бы рассматривать как имеющую отношение к определению условий сделок;

— совершение сделок или выставление приказов на торговлю, создающих или способных создать ложное впечатление относительно спроса, предложения или цены соответствующей инвестиции, удовлетворяющей требованиям, или поддерживающих цену указанной инвестиции на ненормальном или искусственном уровне;

— совершение сделок или выставление приказов на торговлю с использованием обманных или мошеннических приемов и схем (например, совершение реальным

собственником финансового актива сделок от имени другого лица с целью обойти правила о раскрытии информации);

— распространение информации об инвестиции, которая создает или способна создать ложное или вводящее в заблуждение впечатление относительно инвестиции, удовлетворяющей требованиям, лицом, которое знало или должно было знать о том, что информация является ложной.

Таким образом, действия, относящиеся к рыночному злоупотреблению по Акту о финансовых услугах и рынках, можно условно разделить на три группы: неправомерное использование и раскрытие инсайдерской информации, действия, связанные с использованием информации, не являющейся инсайдерской, а также совершение манипулятивных сделок. Две последние группы в целом соответствуют манипулированию рынком в том виде, как оно понимается в Директиве 2003/6/ЕС.

Термин «поведение» употребляется в Акте о финансовых услугах и рынках неслучайно, поскольку подразумевает как действия, так и бездействие соответствующего лица. При этом рыночное злоупотребление согласно Кодексу рыночного поведения может осуществляться путем бездействия, во-первых, в том случае, если лицо не выполняет лежащее на нем правовое обязательство (например, обязательство по раскрытию информации), а также если лицо в силу сделанного заявления (словесного заявления или соответствующего поведения) дало основание полагать, что оно будет действовать определенным образом, однако не поступило так, в обстоятельствах, налагающих на него обязанность проинформировать адресатов такого заявления об изменении ситуации.

Категории манипулятивных сделок более подробно раскрываются в Кодексе рыночного поведения, где приводится перечень конкретных действий, относящихся к данному явлению. Это так называемые «мокрые продажи» (wash sales) — совершение сделок, не приводящих к смене собственника (выгодоприобретателя) или осуществляемых в кругу заинтересованных или аффилированных лиц с целью направленного воздействия на курс финансового инструмента; «раскрашивание ленты» (painting the tape) — совершение серии сделок, публично отображаемых в информационной торговой системе, с целью создания видимости активности вокруг финансового инструмента или движения цен на него; введение заявок в электронную торговую систему с ценами выше или ниже существующих и отзыв соответствующих заявок до их выполнения с целью создания видимости спроса на финансовый инструмент по данной цене; одновременное введение одним и тем же лицом заявок на покупку и продажу финансового инструмента с одинаковой ценой и количеством и т. д.

Кроме того, Кодекс перечисляет ряд факторов, которые могут указывать на совершение манипулятивных сделок, а также описывает наиболее распространенные ситуации, связанные с совершением манипулирования.

Состав злоупотребления информацией необходимо отличать от сходного с ним состава неправомерного использования инсайдерской информации. Так, применительно к использованию инсайдерской информации Акт о фондовых биржах и ценных бумагах запрещает совершение инсайдером двух действий: совершение сделок с инвестициями, удовлетворяющими требованиям, на основе инсайдерской информации, а также раскрытие инсайдерской информации другому лицу не в связи с надлежащим исполнением своих профессиональных, служебных или должностных обязанностей. Между тем в ряде случаев информация хотя и является инсайдерской, но, тем не менее, используется не в связи с совершением сделок с соответствующими инвестициями, либо

информация, используемая лицом, недостаточно точна для того, чтобы считаться инсайдерской по смыслу определения, приведенного в ст. 118С Акта о финансовых услугах и рынках. В этом случае соответствующее правонарушение не будет подпадать под состав инсайдерской торговли, а будет охватываться более общим составом злоупотребления информацией.

Кодекс рыночного поведения приводит ряд примеров, когда соответствующие действия могут рассматриваться как злоупотребление информацией. К таковым примерам относится ситуация, когда лицо, знающее о готовящейся сделке по поглощению компании от директора компании-цели, размещает ставки с фиксированным размером выигрыша (fixed-odds). Ставка делается на то, что компания-цель получит предложение о поглощении в краткие сроки. Размещение ставок с фиксированным размером выигрыша не относится к торговле инвестициями, удовлетворяющими требованиям, следовательно, использование лицом информации о готовящемся поглощении компании (вне всякого сомнения, инсайдерской) не будет, тем не менее, охватываться составом инсайдерской торговли.

Также Кодекс приводит несколько более спорный в части квалификации действий соответствующего лица пример, заключающийся в следующем. Служащий компании осведомлен о введущихся переговорах по заключению контракта с основным покупателем, совершающим сделки на суммы, равные значительной части оборота компании. Известно ему и то, что переговоры продвигаются не слишком успешно, и контрагент угрожает найти себе иного бизнес-партнера. Основываясь на данной информации и предполагая, что переговоры все же не увенчаются успехом, а покупатель прекратит вести дела с данной компанией, служащий продает принадлежащие ему акции последней. Данная информация не является достаточно определенной и точной для того, чтобы ее можно было рассматривать в качестве инсайдерской (хотя представляется, что с такой квалификацией можно поспорить), поэтому действия служащего будут охватываться иным составом — «злоупотребление информацией».

Манипулирование путем распространения ложной информации имеет место, например, в том случае, когда лицо, купившее ценную бумагу, начинает распространять позитивные слухи о данном финансовом инструменте, а затем, когда цены на данную бумагу под воздействием такой информации вырастают, продает ее. При этом необходимо, чтобы лицо знало или должно было знать о том, что соответствующая информация является ложной. Однако если лицо, распространившее информацию, могло узнать о ее ложности лишь в силу обладания иными сведениями, в отношении которых применялись «китайские стены» или прочие подобные средства защиты, предполагается, что данное лицо не должно было знать о том, что информация не соответствует действительности.

Французский законодатель в целом воспринял подход к определению понятия манипулирования рынком, предложенный в Директиве 2003/6/ЕС. Тем не менее единое понятие манипулирования рынком подверглось дроблению. Так, манипулирование рынком в соответствии с Генеральным регламентом Комиссии по ценным бумагам Франции (ст. 631-1, 632-1) подразделяется на два различных правонарушения — манипулирование ценами и распространение ложной информации. При этом определение каждого из названных правонарушений практически дословно воспроизводит в соответствующей части содержание аналогичных норм Директивы 2003/6/ЕС.

Законодательство Германии в ст. 20А Акта о ценных бумагах также сходным с Директивой 2003/6/ЕС образом определяет понятие рыночного манипулирования, притом

внутри самого определения уже содержится указание на сферу рыночных отношений, которая затрагивается данным правонарушением. Так, указывается, что запрещаются соответствующие действия, способные повлиять на внутренний фондовый рынок или рыночную цену финансового инструмента или цену финансового инструмента на организованном рынке в ином государстве — участнике Европейского союза или государстве — участнике Соглашения о Европейской экономической зоне. Представляется, что данное положение особенно актуально в свете растущего числа случаев трансграничного манипулирования рынком, на которые неоднократно обращали внимание Европейская комиссия²⁰ и Международная организация регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO).²¹

Что же касается конкретизации способов манипулирования, Актом о ценных бумагах предусмотрено, что обстоятельства, имеющие существенное значение для оценки финансовых инструментов, ложные или вводящие в заблуждение сигналы, затрагивающие спрос, предложение или уровень цен, конкретные действия, составляющие нарушение запрета на манипулирование рынком, вопросы, связанные с определением добросовестной рыночной практики, регулируются актами Министерства финансов, которое, в свою очередь, может делегировать соответствующие полномочия органам финансового надзора.

В законодательстве США вопросы манипулирования рынком регулируются в Законе о ценных бумагах 1933 г. и в Законе о фондовых биржах и ценных бумагах 1934 г. Необходимо отметить, что в данных актах отсутствует единое понятие манипулирования рынком. Хотя разделы 9 и 10 Закона о фондовых биржах и ценных бумагах озаглавлены как «манипулирование ценами на ценные бумаги» и «использование манипулятивных и обманных приемов» соответственно, общих определений терминам «манипулирование» и «манипулятивный» не дается. Значение указанных понятий раскрывается путем перечисления конкретных действий, совершать которые участникам рынка запрещено.

В частности, согласно разделу 9 Закона о фондовых биржах и ценных бумагах запрещено в целях создания ложного или вводящего в заблуждение впечатления активной торговли относительно ценной бумаги или рынка такой ценной бумаги совершать любые сделки с данной ценной бумагой, не ведущие к перемене собственника, а также размещать приказы на покупку или продажу ценных бумаг, зная, что приказ на продажу или покупку такого же количества ценных бумаг по такой же цене соответственно был или будет размещен практически в то же самое время этим же или иным лицом. Запрещено совершать серии сделок с ценными бумагами, создающие видимость активной торговли в отношении данных бумаг либо понижающие или повышающие их цены с целью принуждения иных участников рынка к покупке или продаже таких бумаг. Запрещено делать заведомо ложные утверждения относительно существенных фактов с целью побуждения участников рынка к покупке или продаже ценной бумаги. Также данный раздел содержит перечень иных действий, признаваемых незаконными.

²⁰ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse) // <http://eur-lex.europa.eu>; Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation // <http://eur-lex.europa.eu>.

²¹ Investigating and Prosecuting Market Manipulation. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. May 2000 // <http://www.iosco.org>.

Согласно разделу 10 Закона о фондовых биржах и ценных бумагах для любого лица является незаконным использование или привлечение в связи с покупкой или продажей ценных бумаг любых манипулятивных или обманных средств или схем с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам может предписать в качестве необходимых или соответствующих публичным интересам, целям защиты инвесторов.

Раздел 17(a) Закона о ценных бумагах запрещает манипулирование в ходе предложения и продажи ценных бумаг. В соответствии с указанным разделом незаконным является: использование любого способа или схемы для совершения обмана; 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; вовлечение в любую сделку, практику или операцию, которые ведут или могут привести к мошенничеству либо обману покупателя.

Ввиду отсутствия законодательного определения рыночного манипулирования в судебных решениях правоприменитель неоднократно обращался к вопросу о том, что же представляет собой данное правонарушение. Так, в деле *General Foods Corporation v. Brannan*²² 1953 г. манипулирование было обозначено предельно лаконично как «создание искусственной цены путем спланированных действий одного лица или группы лиц». В судебном решении по делу *Cargil Inc. v. Hardin* 1971 г. манипулирование рассматривалось как деятельность, схема или прием, намеренно влияющие на цену финансового актива, в результате которых она достигает уровня, которого не достигла бы в отсутствие такого вмешательства. В известном антимонопольном деле *United States v. Socony-Vacuum Oil Co.*²³ 1940 г. было указано, что рыночное манипулирование — это «искусственный стимул, применяемый к рыночным ценам, сила, которая дестабилизирует их, фактор, предотвращающий определение рыночных цен исключительно путем свободной конкуренции».

Российское законодательство коснулось вопросов манипулирования рынком в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг». Так, ст. 51 этого Закона, действовавшая до вступления в силу Федерального закона № 224-ФЗ, подобно Генеральному регламенту Комиссии по ценным бумагам Франции, содержала понятие манипулирования ценами на рынке ценных бумаг. При этом манипулирование ценами определялось как действия, совершаемые одним или несколькими лицами, в результате которых повышается, понижается и (или) поддерживается цена ценной бумаги, либо повышается, понижается и (или) поддерживается спрос и (или) предложение на ценную бумагу, либо повышается, понижается и (или) поддерживается объем торгов ценной бумагой.

Также в статье был приведен перечень конкретных случаев манипулирования ценами: распространение через средства массовой информации и информационно-телекоммуникационные сети общего пользования (включая Интернет) или любым иным способом ложных либо вводящих в заблуждение сведений, оказывающих влияние или способных оказать влияние на спрос и (или) предложение на ценную бумагу, цену ценной бумаги или объем торгов ценной бумагой; одновременное либо последовательное в течение торгового дня выставление заявок, направленных на введение в заблуждение

²² <http://openjurist.org>.

²³ Там же.

участников рынка или инвесторов, в результате чего в торговой системе появляются две или более заявки противоположной направленности, которые подаются за счет одного и того же лица и в которых цена покупки ценной бумаги выше цены (либо равна цене) продажи такой же ценной бумаги в случае, если на основании указанных заявок совершены сделки; совершение в течение торгового дня в интересах одного и того же участника торгов или за счет одного и того же клиента сделки (сделок) с ценными бумагами, которая (которые) не имеет (не имеют) очевидного экономического смысла или очевидной законной цели и в результате исполнения обязательств по которой (которым) не меняется владелец ценных бумаг и т. д.

С принятием Федерального закона № 224-ФЗ понятие «манипулирование ценами» было заменено понятием «манипулирование рынком», а положения, касающиеся манипулирования ценами, были исключены из Федерального закона «О рынке ценных бумаг». В новом законе, подобно Акту о финансовых услугах и рынках Великобритании, отсутствует единое понятие манипулирования рынком. Соответствующий термин раскрывается путем перечисления конкретных составов манипулирования, в основных чертах схожих с ранее существовавшими составами манипулирования ценами, хотя и не совпадающих с ними дословно.

Также определение манипулирования рынком содержится в ст. 185.3 Уголовного кодекса РФ. Согласно указанной статье манипулирование рынком представляет собой умышленное распространение через средства массовой информации, в том числе электронные, информационно-телекоммуникационные сети (включая Интернет), заведомо ложных сведений или совершение операций с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами либо иные умышленные действия, запрещенные законодательством Российской Федерации о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, если в результате таких незаконных действий цена, спрос, предложение или объем торгов финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами отклонились от уровня или поддерживались на уровне, существенно отличающемся от того уровня, который сформировался бы без учета указанных выше незаконных действий.

Таким образом, существенным признаком манипулирования рынком в соответствии с рассмотренными нормами является то, что данное правонарушение имеет место лишь в случае, когда соответствующие действия влекут за собой *последствия* в виде существенного отклонения цены, спроса, предложения или объема торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром от уровня, который сформировался бы без совершения подобных действий, или поддержания цены, спроса, предложения или объема торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром на данном уровне.

Ранее действовавшее законодательство не вполне четко решало вопрос о том, является ли наступление последствий в виде дестабилизации спроса, предложения, цены или объема торгов ценной бумагой необходимым признаком манипулирования ценами.

Так, с одной стороны, манипулирование определялось как действия, совершаемые одним или несколькими лицами, в результате которых повышается, понижается и (или) поддерживается цена ценной бумаги. Однако при перечислении конкретных действий, которые относятся к манипулированию ценами, были указаны не только действия, сопровождающиеся конкретными последствиями, но и действия, которые лишь могли к таким последствиям привести, например: распространение через средства массовой

информации или любым иным способом ложных либо вводящих в заблуждение сведений, оказывающих влияние *или способных оказать влияние* на спрос, предложение, цену и объем торгов ценной бумагой; неоднократное в течение торгового дня выставление участником торгов в собственных интересах либо за счет одного и того же клиента заявок, направленных на введение в заблуждение участников рынка или инвесторов, имеющих наибольшую цену покупки либо наименьшую цену продажи, в результате чего совершаются или *могут совершаться* сделки, приводящие к существенному увеличению или снижению цены ценной бумаги.

Необходимо отметить, что рассматриваемый сущностный признак манипулирования рынком нехарактерен для зарубежного законодательства, где отсутствует жесткая привязка действий нарушителя к фактически наступившим негативным последствиям для участников рынка. Целесообразность установления конкретных последствий манипулирования в качестве его конституирующего признака вызывает сомнения. Представляется, что даже если соответствующие противоправные действия по тем или иным причинам не привели к планируемому результату, их потенциальная общественная опасность не становится меньше, и отсутствие отрицательных экономических последствий не может служить целям оправдания неправомерного поведения участника рынка.

Адекватное законодательное регулирование противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком является необходимым условием существования развитого эффективного рынка, обладающего высоким уровнем доверия со стороны инвесторов. Как справедливо отмечает заместитель Руководителя ФСФР России Александр Синенко, у добросовестного участника рынка нет методов борьбы с инсайдом и манипулированием, он не способен от них защититься и может лишь уйти с рынка. Эффективное противодействие данным негативным явлениям — задача государства.²⁴ Меры по предотвращению злоупотреблений на финансовых и товарных рынках являются необходимым инструментом формирования здоровой конкурентной среды и залогом устойчивого состояния и развития экономической системы.

²⁴ Эффект пятого элемента // <http://www.naufor.ru>.