

Санкт-Петербургский государственный университет

На правах рукописи

Емельянова Елена Александровна

**Правовые последствия манипулирования информацией
на рынках**

Специальность 12.00.03 – Гражданское право; предпринимательское
право; семейное право; международное частное право

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата юридических наук

Санкт-Петербург
2013

Работа выполнена на кафедре коммерческого права юридического факультета
ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный университет».

- Научный руководитель:** **Скворцов Олег Юрьевич** -
доктор юридических наук,
профессор кафедры коммерческого права
Санкт-Петербургского государственного
университета
- Официальные оппоненты:** **Варламова Алла Николаевна** -
доктор юридических наук, профессор кафедры
коммерческого права и основ правоведения
Московского государственного университета им.
М.В. Ломоносова
- Нюняев Вадим Олегович** -
кандидат юридических наук,
старший преподаватель
кафедры хозяйственного права Санкт-Петербургского
государственного экономического университета
- Ведущая организация:** Федеральное государственное бюджетное
образовательное учреждение высшего
профессионального образования
**«Российская правовая академия
Министерства юстиции Российской Федерации»**

Защита диссертации состоится 24 декабря 2013 года в 18 часов 15 минут на заседании Совета Д 212.232.04 по защите докторских и кандидатских диссертаций при Санкт-Петербургском государственном университете по адресу 199026, Санкт-Петербург, Васильевский остров, 22-я линия, д. 7, Зал заседаний Ученого совета.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке им. М. Горького Санкт-Петербургского государственного университета по адресу: 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7/9.

Автореферат разослан « ____ » _____ 2013 г.

Ученый секретарь Диссертационного совета,
кандидат юридических наук, доцент

В.С. Иваненко

I. Общая характеристика работы.

Актуальность темы исследования связана с необходимостью обеспечения эффективного функционирования рынков Российской Федерации и пресечения получивших широкое распространение недобросовестных рыночных практик. Манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации подрывают информационную прозрачность рынка, являющуюся одним из важнейших принципов его эффективного функционирования и развития. Информационная асимметрия, являясь негативным фактором, препятствующим справедливому ценообразованию, при массовом проявлении порождает ситуацию общего недоверия инвесторов к рынку, что в итоге ведет к его «сжатию». Доктрина информационной безопасности Российской Федерации рассматривает манипулирование информацией (дезинформацию, сокрытие, искажение информации) в качестве угрозы конституционным правам и свободам человека¹.

Отечественная система правового регулирования противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком лишь начинает формироваться, и положения действующего законодательства не полностью отвечают потребностям правоприменителя, оставляя неразрешенным множество принципиально важных вопросов. Не развита в должной мере и судебная практика, которая могла бы восполнить пробелы в законодательстве и сформировать подходы к его применению.

В странах с развитым рынком вопросы противодействия манипулированию рынком и неправомерному использованию инсайдерской информации находятся в сфере пристального внимания законодателя на протяжении не одного десятка лет. Однако развитие финансовых инструментов и технологий сопровождается появлением все новых возможностей для недобросовестных рыночных практик, в связи с чем проблема борьбы с неправомерным использованием инсайдерской информации и манипулированием рынком не теряет своей актуальности.

Как указывается в докладе Международной организации регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO)², манипулирование нарушает целостность рынка, подрывает доверие к нему инвесторов и препятствует выполнению рынком присущих ему функций. Существование глобальных взаимосвязанных рынков, развитие технологий значительно расширяет возможность применения недобросовестных рыночных практик, одновременно затрудняя

¹ Доктрина информационной безопасности Российской Федерации. Утв. Президентом РФ 09.09.2000 № ПР-1895 // Российская газета. -2000. – 28 сентября.

² Investigating and Prosecuting Market Manipulation. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. May 2000 // URL: <http://www.iosco.org>

выявление и расследование манипулирования. В качестве одного из ключевых принципов регулирования рынка ценных бумаг Международная организация регуляторов рынка ценных бумаг провозглашает необходимость своевременного выявления и пресечения неправомерного использования инсайдерской информации, манипулирования и иных рыночных практик, способных нарушить систему ценообразования и поставить в невыгодное положение добросовестных инвесторов³.

Проблематика влияния, которое манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации оказывают на рынки, отражена в трудах российских и зарубежных исследователей. Среди российских ученых следует выделить таких специалистов, как В.М. Бабадаева, Я.М. Миркин, Н.Б. Шеленкова, Д.В. Пряничников, В.А. Мартыненко, Д.А. Вавулин, И. Киселева, И.В. Гетьман-Павлова М.В. Ясус, и др. Среди зарубежных ученых значительный вклад в разработку данной проблемы внесли Г. Манн, С. Бэйнбридж, Д. Карлтон, Д. Фишель, Р. Тьюлз, А. Лок, К. Кендалл, Б. Карр и др

Необходимо отметить, что проблемы манипулирования рынком и неправомерного использования инсайдерской информации недостаточно исследованы в отечественной правовой науке, и работы, посвященные данной тематике, относительно немногочисленны в сравнении с зарубежным кругом источников. Кроме того, большинство работ отечественных исследователей, посвященных данной тематике, носят экономическую направленность, в то время как правовые аспекты манипулирования рынком и неправомерного использования инсайдерской информации остаются слабоизученными. Особенно это касается гражданско-правовых проблем, связанных с манипулированием рынком и неправомерным использованием инсайдерской информации, в частности вопроса о возмещении вреда, причиняемого участникам оборота данными недобросовестными рыночными практиками.

Значительная часть работ российских исследователей посвящена изучению влияния неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком на процесс рыночного ценообразования, разработке ценовых критериев для определения манипулятивных сделок на российском рынке и совершенствованию систем их выявления и пресечения. Ряд работ затрагивает общие вопросы административной и уголовной ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации и манипулирование рынком, при этом генезис данных понятий и их соотношение со смежными правовыми категориями не исследуются в достаточной степени.

³ Objectives and Principles of Securities Regulation // URL: <http://www.iosco.org>

Объектом диссертационного исследования являются общественные отношения, связанные с манипулированием информацией о стоимости и ценности активов, обращающихся на рынке.

В качестве **предмета исследования** выступают российские и зарубежные правовые акты, посвященные противодействию неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, а также материалы правоприменительной практики – судебные решения и решения органов исполнительной власти.

Целью диссертационного исследования является оценка современного состояния системы правового регулирования противодействия манипулированию информацией на рынках, разработка и обоснование основных направлений совершенствования указанной системы.

Для достижения данной цели в диссертации решались следующие **задачи**:

- исследование эволюции понятий неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком в российском и зарубежных законодательствах и влияния понятийного аппарата законодателя на реальную практику защиты прав добросовестных инвесторов;

- усмотрение общей сущности таких недобросовестных рыночных практик, как неправомерное использование инсайдерской информации и манипулирование рынком, исходя из 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, разработка понятия манипулирования информацией на рынках;

- классификация видов и способов манипулирования рынком;

- выработка предложений по дополнению перечня способов манипулирования рынком, предусмотренного в законодательстве;

- рассмотрение манипулирования рынком и неправомерного использования инсайдерской информации в качестве факторов ограничения свободной конкуренции на рынках;

- исследование вопросов гражданской и административной ответственности за соответствующие правонарушения в российском и зарубежном законодательствах;

- анализ проблемы реализации права на возмещение убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации и манипулирования рынком, разработка порядка реализации указанного права.

Методологическая основа исследования - при подготовке, изучении и обработке теоретических и практических материалов применялись формально-юридический, сравнительно-правовой, исторический, системный, структурно-функциональный методы.

Теоретической основой исследования послужили работы отечественных и зарубежных специалистов по проблемам выявления и регулирования инсайдерских сделок и манипулирования рынком, материалы средств массовой информации и выступлений сотрудников регулирующих органов, материалы Международной организации регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO) и Европейской Комиссии, доклады по результатам заседаний Национального Совета по корпоративному управлению. Проанализированы статистические и справочные материалы Федеральной службы по финансовым рынкам России, Российской торговой системы (РТС), ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» и т.д.

Нормативной базой исследования являются российские и зарубежные правовые акты, посвященные противодействию неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, как действующие в настоящее время, так и утратившие силу, в том числе акты Европейского союза.

Эмпирической основой послужили материалы российской и зарубежной судебной практики, а также решения органов исполнительной власти, принятые во исполнение правовых актов, регламентирующих вопросы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию информацией на рынках.

Научная новизна исследования заключается в применении комплексного подхода к рассмотрению манипулирования информацией на рынках и его правовых последствий. Данные последствия недобросовестных рыночных практик рассматриваются одновременно с частно-правовой и публично-правовой точек зрения. В работе анализируются ранее не исследованные в отечественной правовой науке аспекты гражданско-правовых последствий манипулирования рынком и неправомерного использования инсайдерской информации. Так, впервые предложен комплексный анализ проблемы возмещения убытков, причиненных участникам оборота неправомерным использованием инсайдерской информации, манипулирование рынком рассматривается в контексте учения о деликтах. Сформулировано и обосновано понятие манипулирования информацией на рынках.

Диссертация содержит анализ правового регулирования противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулирования рынком в России и за рубежом в историческом контексте, произведена оценка целесообразности внедрения разнообразных моделей правового регулирования в российское законодательство.

Автором диссертации выносятся на защиту следующие **основные положения**:

1. Манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации рассмотрены в качестве составных частей единого понятия манипулирования информацией на рынках исходя из общей цели совершения данных правонарушений, а также способа их совершения – посредством использования информации в интересах правонарушителя.

2. Сформулировано определение инсайдерской информации, учитывающее потенциально более широкий круг сведений, раскрытие которых может оказать влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты или товаров, либо на условия сделок с ними: «Инсайдерская информация – точные по своему характеру нераскрытые сведения, в том числе, составляющие коммерческую, служебную и иную тайну, раскрытие которых может оказать существенное воздействие на цены финансовых инструментов, иностранной валюты или товаров, либо нераскрытые сведения, которые, будучи раскрытыми, могли бы расцениваться инвесторами как значимые при определении условий сделок с финансовыми инструментами, иностранной валютой или товарами».

3. Предложена новая классификация способов манипулирования рынком:

- Сугубо информационное манипулирование:

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).

- Манипулирование, наряду с информационным воздействием предусматривающее совершение операций с финансовым инструментом, иностранной валютой или товаром.

Выделена такая разновидность данного правонарушения, как пассивное информационное манипулирование. Как следствие обоснована необходимость выделения нового способа манипулирования, отсутствующего в законодательстве - «отказ от раскрытия или предоставления соответствующих сведений в тех случаях, когда они должны были быть раскрыты и предоставлены».

4. Обоснованы условия возмещения убытков, причиненных добросовестным участникам оборота манипулированием рынком.

Указание в тексте Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» на умышленный характер действий нарушителя предложено рассматривать как условие

привлечения нарушителя к публично-правовой ответственности. Возмещение же вреда, причиненного манипулированием ценами на рынке, в гражданско-правовом порядке должно осуществляться в соответствии с общими положениями главы 59 Гражданского кодекса Российской Федерации⁴ (далее – ГК РФ), согласно принципу генерального деликта - вне зависимости от формы вины правонарушителя.

5. Предложен порядок реализации права на возмещение убытков, причиненных добросовестным участникам оборота в результате неправомерного использования инсайдерской информации.

Целесообразно освободить добросовестных инвесторов от доказывания наличия каузальной связи между неправомерным использованием инсайдерской информации и причиненными им убытками.

Предложено установить изъятие из принципа полного возмещения убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации – ограничить размер убытков, подлежащих возмещению, реальным ущербом, понесенным добросовестным инвестором.

6. Предложен иной подход к установлению административной ответственности юридических лиц за манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации.

В диссертации сделан вывод о том, что действующий принцип установления административных штрафов за манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации, в соответствии с которым размер штрафа равен сумме излишнего дохода или убытков, которых удалось избежать нарушителю, не учитывает ситуаций, когда нарушителем не была получена конкретная выгода. Кроме того, соответствующий штраф может быть недостаточно действенным инструментом предотвращения данных правонарушений.

В качестве эффективной меры предотвращения манипулирования рынком и неправомерного использования инсайдерской информации как серьезных правонарушений, способных существенно дестабилизировать рынок и нарушить систему ценообразования, для юридических лиц может выступить оборотный штраф – административный штраф, кратный сумме выручки правонарушителя от реализации товара, работы, услуги, на рынке которых было совершено правонарушение.

⁴ Гражданский кодекс Российской Федерации, часть II // Собрание законодательства Российской Федерации. -1996. -№5. –Ст. 410.

Теоретическая и практическая значимость работы: основные положения и выводы исследования могут быть использованы при разработке нормативных актов, регулирующих российский рынок, при внесении изменений и дополнений в нормы законодательства, устанавливающие ответственность за манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации, а также в преподавании ряда дисциплин высшей школы – «Коммерческое право», «Рынок ценных бумаг», «Конкурентное право».

Апробация результатов исследования: результаты исследования использовались автором при проведении семинарских занятий по курсу «Коммерческое право» на юридическом факультете Санкт-Петербургского государственного университета.

Структура и объем работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы, изложена на 177 страницах.

Структура диссертационной работы выглядит следующим образом:

ВВЕДЕНИЕ

ГЛАВА I. Понятия инсайдерской информации и манипулирования рынком.
Манипулирование информацией на рынках.

- § 1. Понятие инсайдерской информации.
- § 2. Понятие и способы манипулирования рынком.
- § 3. Понятие манипулирования информацией на рынках.

ГЛАВА II. Гражданско-правовые последствия неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком.

- § 1. Защита имущественных прав добросовестных участников оборота.
- § 2. Проблемы гражданско-правовой ответственности за манипулирование рынком.
- § 3. Проблемы реализации права на возмещение убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации.

ГЛАВА III. Публично-правовые последствия неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком.

- § 1. Проблема целесообразности введения запрета на использование инсайдерской информации.
- § 2. Манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации как факторы ограничения конкуренции.
- § 3. Административная и уголовная ответственность за манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

II. Основное содержание работы.

Во **Введении** обосновывается актуальность темы исследования, отражается степень разработанности темы, устанавливаются цель, предмет, объект и задачи исследования, формулируются основные положения, обладающие научной новизной и выносимые на защиту, дается характеристика теоретического и практического значения работы, приводятся сведения об апробации результатов исследования.

В **Первой главе** рассматриваются российский и зарубежный подходы к определению понятий манипулирования рынком и инсайдерской информации, исследуется развитие указанных понятий в законодательстве и судебной практике Российской Федерации, США и Европы.

Понятия инсайдерской информации и манипулирования рынком были сформулированы и получили свое развитие в законодательствах европейских государств и США.

Рассматривая понятие инсайдерской информации, следует отметить, что в европейском праве оно было в значительной степени унифицировано благодаря наличию соответствующих директив, подход к пониманию данного явления в праве США оформился в обширном массиве судебных решений. Хотя в законодательстве США, в отличие от европейского законодательства, отсутствует четко определенное понятие инсайдерской информации, а вопросы использования последней соотносятся с проблемой наличия фидуциарных отношений между лицом, осуществляющим использование информации, и иными субъектами, общее понимание данного феномена в указанных правовых системах сходно, выделяются сходные ключевые черты и критерии инсайдерской информации.

В России понятие инсайдерской информации впервые появилось в Федеральном законе 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»⁵ (далее – Федеральный закон № 224-ФЗ). Ранее существовавшее в законодательстве понятие «служебная информация» не соответствовало основным признакам, характерным для инсайдерской информации, и не могло рассматриваться в качестве заменяющего термина.

⁵ 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» // Собрание законодательства Российской Федерации. - 2010. - № 31. – Ст. 4193.

Ключевым отличием понятия инсайдерской информации, содержащегося в российском законодательстве, от соответствующего понятия в зарубежном законодательстве, является то, что перечень сведений, признаваемых инсайдерской информацией, четко определен на уровне нормативных правовых актов. Данное регулирование, удобное для целей правоприменительной практики, 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.

Инсайдерская информация как определенный класс сведений, подчиненный специальному правовому режиму, характеризуется собственными отличительными признаками. К таковым признакам относится, прежде всего, неизвестность данной информации третьим лицам в силу того, что она не является общераспространенной. Однако одного этого свойства инсайдерской информации еще недостаточно для того, чтобы отличать ее от потенциально смежных явлений – коммерческой, служебной и иной тайны.

Вторым важнейшим, ключевым именно для инсайдерской информации, свойством является ее коммерческая значимость: способность информации оказывать влияние на цену финансовых инструментов, иностранной валюты или товара, либо на определение условий, на которых инвестором будут заключаться соответствующие сделки.

Дополнительным признаком инсайдерской информации является точность. Представляется, что выделять отдельно наряду с точностью такое свойство инсайдерской информации, как конкретность, нет необходимости, поскольку значение данных терминов будет сходно. «Точность» информации сама по себе означает, что сведения являются в достаточной мере специфичными и касаются определенного обстоятельства или совокупности обстоятельств.

Тем не менее, Европейской Комиссией обоснованно обращается внимание на то, что признак точности не во всех случаях является необходимым квалифицирующим признаком инсайдерской информации. К инсайдерской информации могут относиться и сведения, которые еще не являются в достаточной степени точными (например, состояние переговоров по контракту), однако имеют важное значение для участников

оборота⁶. Неправомерное использование подобных сведений также необходимо пресекать. Таким образом, признак точности нельзя признать универсальным для всех разновидностей инсайдерской информации.

На основе анализа ключевых признаков и свойств инсайдерской информации можно предложить новое, более широкое определение данного понятия: «Инсайдерская информация – точные по своему характеру нераскрытые сведения, в том числе, составляющие коммерческую, служебную и иную тайну, раскрытие которых может оказать существенное воздействие на цены финансовых инструментов, иностранной валюты или товаров, либо нераскрытые сведения, которые, будучи раскрытыми, могли бы расцениваться инвесторами как значимые при определении условий сделок с финансовыми инструментами, иностранной валютой или товарами».

Понятие манипулирования рынком содержится в Директиве 2003/6/ЕС⁷ и актах государств-участников Европейского союза. Согласно Директиве манипулирование рынком наряду с неправомерным использованием инсайдерской информации является составной частью понятия «рыночное злоупотребление» (market abuse) и раскрывается путем перечисления определенных противоправных действий участника оборота.

В законодательстве США вопросы манипулирования рынком регулируются в Законе о ценных бумагах 1933 года и в Законе о фондовых биржах и ценных бумагах 1934 года. Необходимо отметить, что в данных актах отсутствует единое понятие манипулирования рынком. Значение указанного понятия раскрывается сходным образом - путем перечисления конкретных действий, совершать которые участникам рынка запрещено.

В российское законодательство понятие манипулирования рынком было введено Федеральным законом № 224-ФЗ, заменив собой более узкое понятие манипулирования ценами на рынке ценных бумаг, содержащееся в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг». Так же, как в Европе и в США, единое определение понятия манипулирования рынком в законе отсутствует, и его значение раскрывается путем перечисления конкретных составов манипулирования рынком, в основных чертах схожих с ранее существовавшими составами манипулирования ценами, хотя и не совпадающих с ними дословно.

⁶ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse)//
URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0651:FIN:EN:PDF>

⁷ 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

Из анализа норм Федерального закона № 224-ФЗ следует, что существенным признаком манипулирования рынком 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. Рассматриваемый сущностный признак манипулирования рынком нехарактерен для зарубежного законодательства, где отсутствует столь жесткая привязка действий нарушителя к фактически наступившим негативным последствиям для участников рынка. Представляется, однако, что подобный подход позволяет избежать излишнего расширения сферы запрета, установить некий объективный критерий, очертить и сузить сферу применения норм об ответственности участников рынка, применяя меры правового воздействия лишь к тем из них, кто действительно своими действиями наносит ущерб устойчивому состоянию и развитию рынка.

Оценивая законодательное определение понятия манипулирования рынком, исследователи полагают, что следовало бы дать базовое определение понятию «манипулирование рынком» и установить общие критерии, по которым действия подпадают под эти понятия⁸. Тем не менее, представляется, что в силу «тонкости» указанного правонарушения, трудностей в отличии действий манипулятора от действий иных участников оборота, совершающих обычные сделки, общее определение понятия манипулирования рынком должно одновременно сопровождаться конкретизацией его способов.

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. При этом первая из названных групп связана не только с распространением информации. Так, нет препятствий к тому, чтобы рассматривать в качестве информационного манипулирования не только активные, но и пассивные действия лица, связанные с предоставлением информации. Отказ от раскрытия информации, которая должна быть раскрыта в установленном порядке, также может эффективно влиять на цену, спрос,

⁸ Ясус М.В. «О новом законе об инсайдерской информации и манипулировании рынком»// Вестник Высшего арбитражного суда Российской Федерации. № 2, 2011. С. 72-73.

предложение или объем торгов финансовым инструментом, иностранной валютой или товаром. 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. Сугубо информационное манипулирование:

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, наряду с информационным воздействием предусматривающее совершение операций с финансовым инструментом, иностранной валютой или товаром.

Манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации имеют единую цель – влияние на представление участников рынка о стоимости и ценности активов, обращающихся на рынке. Способы совершения указанных правонарушений также сходны.

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.

В случае с манипулированием рынком соответствующее влияние достигается путем активного изменения 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, но и к манипулированию путем совершения операций с финансовым инструментом, иностранной валютой или товаром, когда эффект от манипулирования достигается за счет воздействия на представления

участников торгов, которое, в свою очередь, является причиной совершения этими лицами определенных, ожидаемых нарушителем действий.

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. Таким образом, и манипулирование рынком, и неправомерное использование инсайдерской информации можно рассматривать в качестве составляющих единого явления – манипулирования информацией на рынке.

Используемый в зарубежном законодательстве термин «рыночное злоупотребление» (market abuse) не отражает в должной мере сущностную связь указанных явлений. Для характеристики 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.

Во **Второй главе** исследуются гражданско-правовые последствия неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком, анализируются проблемы разработки эффективного механизма защиты прав каждого участника оборота, для чьей имущественной сферы наступили негативные последствия в результате действий нарушителей.

Так, в случаях, когда лицо совершает сделку в нарушение законодательства о противодействии манипулированию рынком и неправомерному использованию инсайдерской информации, неизбежно встает вопрос о том, как защитить свои права добросовестному участнику оборота, каким образом компенсировать понесенные им имущественные потери. Признание недействительной сделки, совершенной в нарушение законодательства о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, не только невозможно в соответствии с действующим законодательством, но и крайне затруднительно и нецелесообразно на практике, в условиях организованных торгов, и способно поставить под угрозу стабильность гражданского оборота на рынке.

Таким образом, возможным способом защиты имущественных прав добросовестных участников оборота представляется предъявление ими требований о возмещении убытков, причиненных действиями нарушителя. Так, согласно части 7 статьи 7 Федерального закона № 224-ФЗ лица, которым в результате неправомерного

использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком причинены убытки, вправе требовать их возмещение от лиц, в результате действий которых были причинены такие убытки. Указанный способ защиты является одновременно и мерой гражданско-правовой ответственности. Однако реализация данного права также сопряжена с определенного рода трудностями, многие из которых обусловлены непосредственно спецификой «площадки» действий нарушителя - организованных торгов. Прежде всего, характерной чертой данных правонарушений является то, что в значительном количестве случаев убытки причиняется лицам, с которыми нарушитель не состоит в договорных отношениях.

Представляется, что в случае, когда вред в результате манипулирования рынком причиняется лицам, не состоящим в договорных отношениях с лицом, осуществившим действия по манипулированию, есть основания рассмотреть манипулирование рынком в качестве деликта. В основе обязательства из причинения вреда, причиненного манипулированием рынком, лежит полный состав гражданского правонарушения, включающий наступление вреда, противоправное деяние, наличие причинной связи между противоправным деянием и наступлением вреда, вину правонарушителя. Особый интерес вызывает вопрос о форме вины лица, осуществившего действия по манипулированию рынком. Указанная проблема не получала достаточного отражения в законодательстве до принятия Федерального закона № 224-ФЗ и представляется не разрешенной до конца и в настоящее время.

Федеральный закон № 224-ФЗ не устанавливает единую форму вины для действий, относящихся к манипулированию рынком. Тем не менее, умышленная форма вины либо прямо предусмотрена для конкретного состава, либо предполагается по смыслу соответствующей нормы. Между тем, фактическое приращение манипулированию характера специального деликта в силу установления для данного правонарушения умышленной формы вины представляется необоснованным и нецелесообразным. С точки зрения защиты прав добросовестных инвесторов предпочтительным является распространение на манипулирование рынком принципа генерального деликта, выражающегося в общем запрете причинять вред имуществу или личности кого-либо, в соответствии с которым мерой ответственности нарушителя является не степень вины, а сам вредоносный результат.

В частности, такие действия, как распространение заведомо ложных сведений, повлиявших на спрос, предложение или объем торгов финансовым инструментом, иностранной валютой или товаром, могут иметь серьезные последствия в части подрыва

инвестиционной привлекательности рынка, грубого искажения ценообразования на финансовые активы, причинения существенного ущерба инвесторам. Данная форма манипулирования рынком особенно пагубна как для инвесторов, вынужденных основывать свои финансовые решения на недостоверных сведениях, так и для эмитентов, поскольку распространение подобной информации может понизить уровень доверия к ним. В свою очередь, последнее обстоятельство способно существенно затруднить выпуск эмитентом новых финансовых инструментов или получение им кредита от иных участников рынка для финансирования своих операций. Информация быстро распространяется по рынку, в результате вред инвесторам и эмитенту может причиняться относительно длительное время до момента опровержения соответствующих сведений.

Указанные действия, без сомнения являясь противоправными, должны влечь за собой ответственность не только в случае их умышленного совершения, но и при совершении их по неосторожности. Освобождение от ответственности лица, распространившего заведомо ложные сведения, при наличии с его стороны вины в форме неосторожности означало бы нарушение таких фундаментальных принципов открытого рынка, как этичность, честность, равенство возможностей для инвесторов, и вступало бы в противоречие со ст. 15 ГК РФ, в соответствии с которой лицо, право которого нарушено, может требовать полного возмещения причиненных ему убытков.

Таким образом, представляется, что указание в тексте Федерального закона № 224-ФЗ на умышленный характер действий нарушителя следует толковать как условие привлечения нарушителя к публично-правовой ответственности. Возмещение же вреда, причиненного манипулированием ценами на рынке, в гражданско-правовом порядке должно осуществляться в соответствии с общими положениями главы 59 ГК РФ, согласно принципу генерального деликта - вне зависимости от формы вины правонарушителя.

Особую сложность представляет вопрос о порядке и условиях возмещения убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации.

Прежде всего следует отметить, что право требовать возмещения убытков, причиненных манипулированием рынком и неправомерным использованием инсайдерской информации, содержится в законодательствах далеко не всех государств, принявших законы о противодействии недобросовестным рыночным практикам. В частности, Директива 2003/6/ЕС, являющаяся ключевым источником регулирования отношений, связанных с противодействием неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию на европейских рынках, не содержит

положений, предоставляющих частным лицам право самостоятельно предъявлять требования о возмещении ущерба, причиненного данными противоправными действиями. Указанное право также отсутствует в законодательствах практически у всех государств-участников Европейского союза. Среди же государств, которые признают подобное право, можно назвать США, Австралию, Сингапур.

Представляется, что возможность предъявления требования о возмещении убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации, имеет немаловажное значение для лиц, осуществляющих торговлю на рынке. Доверие инвесторов к рынку зависит, в том числе, и от степени их защищенности от противоправных действий нарушителей. В этих целях привлечение лица, осуществившего манипулирование рынком или неправомерно использовавшего инсайдерскую информацию, к административной или даже уголовной ответственности может оказаться недостаточным, поскольку любой участник гражданского оборота, в отношении которого было совершено правонарушение, заинтересован, прежде всего, в обеспечении своих частных интересов путем компенсации понесенных им имущественных потерь.

Практическая реализация права на возмещение убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации и манипулированием рынком, сопряжена с рядом трудностей. Прежде всего, наличие причинной связи между противоправным деянием и наступлением вреда является необходимым условием деликтной ответственности, в то время как данную связь между действиями лица, неправомерно использовавшего инсайдерскую информацию, и причинением убытков в условиях организованных торгов доказать практически невозможно. Инвесторы не проводят каких-либо переговоров с обладателем инсайдерской информации, не заключают с ним сделки напрямую. Обладатель инсайдерской информации непосредственно не побуждает конкретного инвестора к совершению сделки.

Тем не менее, благодаря виновным действиям инсайдера на рынке искусственно создается ситуация информационной асимметрии, что исключает справедливое перераспределение риска неблагоприятных экономических последствий. Именно этот дисбаланс и призвана отчасти уравновесить норма, посвященная возмещению убытков, причиненных инсайдерской торговлей. Однако трудности в доказывании наличия каузальной связи между неправомерными действиями обладателя инсайдерской информации и убытками участника торговли способны свести на нет действие соответствующей нормы и лишить инвестора шанса обосновать предъявляемые им

требования. Представляется, что применительно к рассматриваемому случаю следует изменить общие правила возмещения убытков и освободить добросовестных инвесторов от необходимости доказывания наличия каузальной связи между неправомерным использованием инсайдерской информации и причиненными им убытками.

С учетом специфики организованных торгов и отсутствия классических договорных связей между их участниками наиболее логичным выходом было бы предоставление права требовать возмещения убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации, всем инвесторам, совершившим сделку противоположной направленности с конкретным предметом торгов в период присутствия на рынке инсайдера, как это сделано в Разделе 20А Закона «О фондовых биржах и ценных бумагах» США. Информационный дисбаланс, создаваемый действиями обладателя инсайдерской информации, в конечном счете затрагивает всех участников торгов.

При определении размера убытков следует иметь в виду, что взыскание с лица, неправомерно использующего инсайдерскую информацию, такой разновидности убытков, как упущенная выгода, может быть сопряжено с существенными затруднениями либо вовсе окажется невозможным. Рассмотрим данную ситуацию на примере рынка ценных бумаг и предположим, что под упущенной выгодой можно понимать дивиденды и процентные платежи.

Права добросовестного инвестора не нарушаются в том случае, если обладатель инсайдерской информации не осуществляет торговлю на ее основе. То есть, если инсайдер не выходит на рынок, инвестор либо вовсе не покупает эту ценную бумагу, и, следовательно, не может претендовать на какие-либо будущие дивиденды и процентные платежи, либо покупает бумагу у добросовестных участников торговли, но негативные факторы все равно проявляются в надлежащее время, и дивидендов, процентных платежей инвестор не получает. Даже в отсутствие правонарушения со стороны обладателя инсайдерской информации добросовестный инвестор не может рассчитывать на получение соответствующего дохода. Противоположной является ситуация, когда добросовестный инвестор продает ценную бумагу, не зная о факторах, которые в будущем обеспечат увеличение дохода по ней. В случае если инсайдер не осуществляет торговлю, добросовестный инвестор теоретически может сохранить в своей собственности ценную бумагу и впоследствии получить по ней более крупный доход. Но за какой период может быть взыскана такая упущенная выгода? Как обосновать ее окончательный размер?

Таким образом, более целесообразным для ситуаций, связанных с неправомерным

использованием инсайдерской информации, было бы установление в законодательстве о противодействии манипулированию рынком и неправомерному использованию инсайдерской информации изъятия из принципа полного возмещения убытков – ограничения размера убытков, подлежащих возмещению, реальным ущербом, понесенным добросовестным инвестором.

В **Третьей главе** анализируются проблемы административной и уголовной ответственности за манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации, также указанные недобросовестные рыночные практики рассматриваются в контексте антимонопольного регулирования.

Манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации нарушают естественный процесс ценообразования на рынке, являющийся ключевым условием его нормального функционирования, устойчивого состояния и развития. Естественным последствием совершения такого правонарушения, как манипулирование рынком, является отклонение цены, спроса, предложения или объема торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром от уровня, который сформировался бы без таких действий, или поддержание их на этом искусственном уровне. Тем самым, единоличные действия манипулятора изменяют общие условия обращения товара на рынке и ведут к установлению искусственного уровня цен к выгоде нарушителя.

Влияние инсайдерской торговли на состояние конкуренции на рынке также велико. Разрешение инсайдерам осуществлять сделки с использованием инсайдерской информации дает им краткосрочную монополию на важный класс ценных сведений и, следовательно, на прибыли, получаемые благодаря таким сведениям. Неспособность успешно конкурировать на рынке по причине информационного дисбаланса и отсутствия возможности принимать информированные решения, связанные с финансовым риском, может побудить инвесторов к уходу с рынка, что, в свою очередь, приведет к уменьшению объема торговли и снижению ликвидности.

Изложенное дает основания расценивать как манипулирование рынком, так и неправомерное использование инсайдерской информации в качестве факторов ограничения свободной конкуренции на рынке. Кроме того, сама природа некоторых способов манипулирования рынком позволяет отнести их к запрещенным антимонопольным законодательством соглашениям (техника «мокрых продаж», создание пулов и т.д.). Однако при всем сходстве ряда способов манипулирования рынком с

соглашениями, запрещенными антимонопольным законодательством, следует отметить, что соответствующие действия считаются манипулированием рынком лишь в том случае, когда приводят к конкретному результату, а именно – к тому, что цена, спрос, предложение или объем торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и /или товаром отклоняется от уровня или поддерживается на уровне, существенно отличающемся от того уровня, который сформировался бы без совершения указанных действий. Между тем, соглашения или согласованные действия хозяйствующих субъектов на товарном рынке запрещаются и в том случае, если еще не привели, но могут привести к ограничению конкуренции.

Представляется, что в случае, если хозяйствующими субъектами было достигнуто соглашение о совершении действий, направленных на установление или поддержание цен на несвойственном им уровне, но к реальному результату по повышению или понижению цены товара действия субъектов привести не успели (например, тактика «мокрых продаж» или создания пула с целью манипулирования не увенчалась успехом), указанные хозяйствующие субъекты не понесут ответственность за манипулирование рынком, однако могут быть привлечены к ответственности по ст. 14.32 Кодекса Российской Федерации об административных правонарушениях⁹ (далее - КОАП РФ) за совершение действий, запрещенных ст. 11 Федерального закона «О защите конкуренции»¹⁰.

Неправомерное использование инсайдерской информации также может быть рассмотрено в контексте норм антимонопольного законодательства. Так, при рассмотрении вопроса о соотношении понятий инсайдерской информации и коммерческой тайны следует отметить, что возможное совпадение их статусов может повлечь определенные проблемы в правоприменительной практике. Поскольку из определения инсайдерской информации, содержащегося в Федеральном законе № 224-ФЗ, следует, что инсайдерской информацией являются, в том числе, сведения, составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну, тайну связи и иную охраняемую законом тайну, неправомерное использование инсайдерской информации при соответствующих условиях может одновременно являться незаконным использованием или разглашением информации, составляющей коммерческую, служебную или иную охраняемую законом тайну, каковые действия согласно Федеральному закону «О защите конкуренции» являются актом недобросовестной

⁹ Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях // Собрание законодательства Российской Федерации.-2002. -№ 1. -Ст. 1.

¹⁰ Федеральный закон от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции» // Собрание законодательства Российской Федерации. -2006. -№ 31 (1 ч.). –Ст. 3434.

конкуренции. Следовательно, встает вопрос о том, по какой же из статей следует квалифицировать действия должностного или юридического лица, неправомерно использовавшего инсайдерскую информацию, одновременно составляющую коммерческую, служебную или иную охраняемую законом тайну, - по ст. 14.33 или ст. 15.21. КоАП РФ.

Необходимо принимать во внимание, что инсайдерская информация может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров. Данная сущностная характеристика не является специфичной для информации, находящейся в режиме коммерческой, служебной и иной охраняемой законом тайны.

Таким образом, представляется, что если информация, находящаяся в режиме коммерческой, служебной или иной охраняемой законом тайны, одновременно является инсайдерской информацией, обладая дополнительным свойством влияния на цены, инсайдерский статус информации следует считать более «специальным» и превалирующим. Следовательно, нормы, касающиеся неправомерного использования инсайдерской информации, должны являться специальными по отношению к более общей норме о недобросовестной конкуренции, имеющей дело лишь с понятиями коммерческой, служебной и иной охраняемой законом тайны.

Как манипулирование рынком, так и неправомерное использование инсайдерской информации являются факторами, негативно воздействующими на функции рынка. Следствием указанного вывода является необходимость разработки инструментария по своевременному выявлению и пресечению недобросовестных рыночных практик, а также принятия нормативных правовых актов, устанавливающих административную и уголовную ответственность за манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации, и формирование практики их применения.

Законодательство Российской Федерации долгое время не содержало достаточного количества норм, позволяющих привлекать к административной или уголовной ответственности лиц, вовлеченных в недобросовестные рыночные практики. В настоящее же время за манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации предусмотрена как административная, так и уголовная ответственность. Однако соответствующие нормы еще в достаточной степени не апробированы на практике и нуждаются в корректировке.

В частности, вызывает вопрос предусмотренный законодателем принцип исчисления административного штрафа, налагаемого на юридическое лицо, осуществившее действия по манипулированию рынком или неправомерно использовавшее инсайдерскую информацию.

Так, в соответствии со ст. 15.21. и 15.30 КОАП РФ соответствующий штраф налагается в размере суммы излишнего дохода либо суммы убытков, которых гражданин, должностное лицо или юридическое лицо избежали в результате неправомерного использования инсайдерской информации манипулирования рынком, но не менее семисот тысяч рублей. Формулировки соответствующих норм не охватывают определенные ситуации, которые могут возникнуть в связи с совершением данных правонарушений, в частности, те случаи, когда использование инсайдерской информации или манипулирование рынком не сопровождалось для юридического лица извлечением дополнительного дохода или избежанием убытков.

Минимальная сумма в семьсот тысяч рублей, предусмотренная рассматриваемыми нормами, также «привязана» к сумме излишнего дохода или убытков, которых удалось избежать, в силу чего не может быть рассмотрена как базовый размер административного штрафа во всех случаях неправомерного использования инсайдерской информации или манипулирования рынком юридическим лицом.

Даже в тех ситуациях, когда выгода нарушителя имеет место, возникает вопрос, насколько эффективным средством предотвращения неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком может являться штраф, размер которого равен сумме излишнего дохода или убытков, которых избежал нарушитель. В самом худшем для нарушителя случае он просто лишится незаконно полученной выгоды, но не понесет никаких дополнительных имущественных потерь. Достаточность подобных мер вызывает сомнения. Негативные последствия инсайдерской торговли должны превышать потенциальную выгоду правонарушителя¹¹.

Представляется, что эффективной мерой предотвращения манипулирования рынком и неправомерного использования инсайдерской информации как серьезных правонарушений, способных существенно дестабилизировать рынок и нарушить систему ценообразования, для юридических лиц мог бы оборотный штраф – административный штраф, кратный сумме выручки правонарушителя от реализации товара, работы, услуги, на рынке которых было совершено правонарушение.

В **Заключении** представлены выводы и предложения, характеризующие результаты проведенного исследования.

¹¹ Peter-Jan Engelen. Can Reputational Damage Restrict Illegal Insider Trading? //European Journal of Crime, Criminal Law and Criminal Justice. Vol. 11/3, 2003. P. 260.

По теме диссертации были опубликованы следующие печатные работы:
Статьи, опубликованные в ведущих рецензируемых научных журналах и изданиях, указанных в перечне ВАК:

1. Емельянова Е.А. К вопросу о гражданско-правовых последствиях манипулирования рынком и неправомерного использования инсайдерской информации.// Российский ежегодник предпринимательского (коммерческого) права, № 4, 2010// ООО «Университетский издательский консорциум «Юридическая книга»», 2011. С. 434-445 (0,9 п.л.)
2. Емельянова Е.А. Понятия инсайдерской информации и манипулирования рынком в российском и зарубежном законодательствах: сравнительно-правовой аспект.// Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 14. Право. 2012. Вып. 3. С. 14-30 (1,3 п.л.)
3. Емельянова Е.А. Правовое регулирование противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации в США и Европейском союзе.// Российский ежегодник предпринимательского (коммерческого) права, № 5, 2011 // ООО «Университетский издательский консорциум «Юридическая книга»», 2012. С. 410-428 (1,3 п.л.)
4. Емельянова Е.А. Проблемы реализации права на возмещение убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации.// Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 14. Право. 2013. Вып. 2. С. 10-20 (0,8 п.л.)
5. Емельянова Е.А. Информационная природа манипулирования рынком.// Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 14. Право. 2013. Вып. 3. С. 23-31 (0,7 п.л.)

В иных периодических изданиях:

6. Емельянова Е.А. Манипулирование рынком и неправомерное использование инсайдерской информации как факторы ограничения конкуренции.// Конкурентное право. -2012. - № 1. - С. 11 - 17 (0,8 п.л.)