

Содержание

<u>ВВЕДЕНИЕ</u>	3
<u>ГЛАВА 1. МАНИПУЛЯТИВНЫЕ СДЕЛКИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ</u>	5
1.1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ МАНИПУЛИРОВАНИЯ.....	5
1.2. ВИДЫ МАНИПУЛИРОВАНИЯ.....	9
1.2.1. <i>Манипулирование на вторичном рынке.</i>	12
1.2.2. <i>Манипулирование, осуществляемое при первичном размещении.</i>	18
<u>ГЛАВА 2. ПРАКТИКА МАНИПУЛИРОВАНИЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ</u>	23
2.1. МАНИПУЛИРОВАНИЕ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ США.....	23
2.3. МАНИПУЛИРОВАНИЕ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ.....	30
2.3.1. <i>Период становления российского рынка ценных бумаг (1993г. – 1997г.)</i>	30
2.3.2. <i>Манипулирование на российском рынке на современном этапе.</i>	32
<u>ГЛАВА 3. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ И НЕГОСУДАРСТВЕННЫЕ МЕРЫ ПО ОГРАНИЧЕНИЮ МАНИПУЛЯТИВНЫХ СДЕЛОК НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ</u>	41
3.1. ЗАРУБЕЖНАЯ ПРАКТИКА РЕГУЛИРОВАНИЯ МАНИПУЛЯТИВНЫХ СДЕЛОК	41
3.2. ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ МАНИПУЛЯТИВНЫХ ПРАКТИК В РОССИИ.....	52
3.3. НЕГОСУДАРСТВЕННЫЕ МЕРЫ ВОЗДЕЙСТВИЯ НА МАНИПУЛИРОВАНИЕ.....	59
3.3.1. <i>Меры Саморегулируемых организаций</i>	59
3.3.2. <i>Регулирование, осуществляемое организаторами торговли</i>	62
3.4. АВТОМАТИЗИРОВАННЫЕ СИСТЕМЫ КОНТРОЛЯ И МОНИТОРИНГА НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ.....	66
3.5. ПРОЕКТ СИСТЕМЫ КОНТРОЛЯ ЗА МАНИПУЛИРОВАНИЕМ НА РЦБ, РАЗРАБАТЫВАЕМЫЙ ФКЦБ.....	71
<u>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</u>	77
<u>ИСПОЛЬЗУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА</u>	80
<u>ПРИЛОЖЕНИЕ 1. АКЦИИ, ТОРГУЕМЫЕ НА БИРЖАХ РОССИИ</u>	84

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ДОКУМЕНТЫ, РЕГУЛИРУЮЩИЕ МАНИПУЛЯТИВНЫЕ СДЕЛКИ НА ТОРГОВЫХ ПЛОЩАДКАХ РФ.....86

Введение

Специалисты российского фондового рынка признают, что формирующиеся рынки ценных бумаг повторяют развитие уже сформировавшихся рынков и демонстрируют схожесть проблем. Одной из таких проблем, присущих практически всем этапам развития, являются манипулятивные сделки. В этой связи вопрос отслеживания, исследования и регулирования подобных сделок остается актуальным, а на российском фондовом рынке требует наибольшего внимания в силу его "молодости", неразвитости культуры и этических норм торговли.

Манипулирование представляет опасность для фондового рынка, так как направленное воздействие на него нарушает его стабильность, ведет к "раскачиванию" рынка, образованию искусственных цен и возникновению экономических диспропорций, а также получению необоснованной прибыли (за счет введения в заблуждение других субъектов рынка), наносит ущерб его участникам и третьим лицам, в то время как основной функцией рынка является перераспределение финансовых ресурсов, трансформации сбережений в инвестиции. Рынок может эффективно выполнять эту функцию при условии честного ценообразования, равенства участников торговли в части равных возможностей принятия решений, которые основываются на открытости и общедоступности информации о рынке, равных возможностях влияния на формирование цен. То есть манипулирование на фондовом рынке подрывает основы его деятельности – равенство участников торговли в условиях честного ценообразования на финансовые активы и распределение финансовых ресурсов.

Манипулирование рынком является достаточно старой проблемой зарубежных фондовых рынков. Первое судебное дело по факту манипулирования было возбуждено в 1814г. в Великобритании. Таким образом, регулирование данной проблемы имеет достаточный опыт на зарубежных фондовых рынках, и, тем не менее, манипулятивные практики на динных рынках распространены, что подтверждает актуальность данной проблемы на любом этапе развития рынка.

Как отмечают специалисты, российский рынок является сильно манипулируемым, так как он обладает низкой ликвидностью при мизерных оборотах, которые позволяют стать манипулятором брокеру средней руки, имеющему всего-то несколько миллионов долларов, или, скажем, пятипроцентный пакет акций компании. Законодательство по

регулированию данных действий в России разработано плохо, что позволяет совершать манипулятивные сделки, оставаясь безнаказанным.

Таким образом, для создания честных, равноправных условий торговли необходимо создавать нормы, регулирующие манипулятивную деятельность на рынке ценных бумаг. Причем необходимо, чтобы данные нормы наиболее полно и четко отражали сущность манипулирования, носили целостный характер и не имели противоречий.

Тема данной дипломной работы была выбрана с целью обобщения практики манипулирования как на зарубежных фондовых рынках, так и в России, рассмотрения имеющегося законодательства в зарубежных странах с целью применения отдельных норм на российском фондовом рынке, а также анализа государственных и негосударственных мер по регулированию манипулятивных сделок в РФ, разбора имеющихся проблем с предложениями по их решению.

Тема манипулирования имеет множество аспектов. В данной работе рассмотрена лишь небольшая часть большой темы, рассмотрение всех вопросов которой трудно уложить в рамки дипломной работы.

Глава 1. Манипулятивные сделки на рынке ценных бумаг.

1.1. Экономическая сущность манипулирования

Существуют различные подходы к определению манипулирования.

В частности, манипулирование представляет собой искусственный контроль за ценами: оно состоит в попытке заставить инвесторов покупать ценные бумаги по курсу выше или ниже того, который был бы в том случае, если бы он формировался под воздействием рыночных сил спроса и предложения. Манипулятор надеется получить прибыль или избежать убытков путем формирования искусственных цен в ущерб рядовым инвесторам. Некоторые формы манипулирования являются законными и в настоящее время (США). Характерная особенность понятия “манипулирование” - искусственный контроль цен, а не его противозаконность¹.

Близкое к данному определение можно найти и в Ballentine's Law Dictionary:

Манипулирование ценами (price manipulation)- искусственный контроль за ценами или их стабилизация на основе пуловых соглашений или иных совместных предпринимательских действий².

Другой словарь дает определение манипулированию ценами как серии сделок, включающие покупку и продажу ценной бумаги с целью создания фальшивой или вводящей в заблуждение видимости активной торговли или с целью поднять или понизить цену с тем, чтобы побудить других участников рынка к покупке или продаже данной ценной бумаги³.

Определение манипулирования дается также в постановлениях зарубежных и отечественных регулирующих органов, в частности, по определению Комиссии по ценным бумагам и биржам США под манипулированием рынком подразумеваются «любые действия, направленные на создание ложных ценовых ориентиров». Под это определение попадают различные операции с ценными бумагами:

1. создание видимости активной торговли – "продажи – отмывки" и выставление спаренных ордеров;
2. пулы и корнеры;

¹ Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок – 6-е изд.: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2000г., стр. 366-367

² Ballentine's Law Dictionary, 3rd edit. Rochester, N.Y. The Lawyers Co-operative Publishing Company, 1969

³ Black's Law Dictionary, 6th edit. St. Paul, Minn. West Publishing Co., 1990

3. распространение ложных слухов и информации о ценных бумагах, влекущее за собой неоправданное повышение и или понижение курса ценных бумаг;
4. сделки, направленные на стабилизацию курса ценных бумаг⁴.

Российское законодательство о рынке ценных бумаг не дает четкого понятия манипулирования. В частности, Федеральный Закон от 22 апреля 1996г. №39-ФЗ, регулирующий основные отношения на рынке ценных бумаг, дает понятие манипулирования лишь косвенно: "Профессиональные участники рынка ценных бумаг не вправе манипулировать ценами на рынке ценных бумаг и принуждать к покупке или продаже ценных бумаг путем предоставления умышленно искаженной информации о ценных бумагах, эмитентах эмиссионных ценных бумаг, ценах на ценные бумаги, включая информацию, предоставленную в рекламе"⁵. Данное определение не раскрывает понятия манипулирования, оно дает лишь косвенное раскрытие одного из видов манипулирования – манипулирование информацией.

В абзаце 11 ст.18 Закона РФ «О товарных биржах и биржевой торговле» дано следующее определение: «в биржевой торговле должны быть определены... меры по контролю над процессом ценообразования на бирже в целях недопущения резкого дневного повышения или понижения уровней цен, искусственного завышения или занижения цен, сговора или распространения ложных слухов с целью воздействия на цены»⁶.

Определение манипулирования, как манипулирование информацией отражено в определении, данном в Толковом биржевом словаре: "Манипулирование с биржевыми курсами – искусственное воздействие слухов о положении какого-нибудь акционерного общества, когда преувеличиваются либо его трудности, либо успехи, в результате чего создается соответствующая ситуация, и цены товаров и курсы акций меняются"⁷.

В Постановлении ФКЦБ № 49 дается следующее определение манипулирования: "Манипулированием ценами признаются действия участника (участников) торгов, в том числе объявление заявок на совершение сделок с ценными бумагами и (или) финансовыми инструментами, совершение сделок с ценными бумагами и (или) финансовыми инструментами, сторонами по которым является одно и то же лицо, которые привели или могли привести к дестабилизации рынков ценных бумаг и (или) финансовых

⁴ *Securities Act of 1934, Section 9*

⁵ *Федеральный Закон от 22 апреля 1996г. №39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", ст.51 п.2*

⁶ *Закон РФ от 20 февраля 1992г. №2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле", ст. 18*

⁷ *Карельский В.Ф., Гаврилов Р.В. "Толковый биржевой словарь", стр. 182*

инструментов, в том числе к необусловленному объективными событиями, влияющими на рынок ценных бумаг, изменению цен спроса (предложения) ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, либо числа заявок (сделок)"⁸.

Определение очень расплывчато, перечень возможных видов манипулирования далеко не полный, не дается список действий, приводящих к дестабилизации рынка, не раскрываются конкретные показатели, позволяющих определить вероятность воздействия на рынок и величину дестабилизации. Кроме того, в данном определении манипулятивными признаются только кросс-сделки, ничего не сказано об остальных видах "продаж - отмывок".

Манипулированием признаются действия любого участника (группы участников), результатом которых является выведение курсовой цены фондового актива (в том числе расчетной цены дня) за рамки естественной для имеющихся условий рыночной цены, по отношению к нормальной, адекватной текущим условиям ее величины. Такие действия участника могут совершаться с прямым или косвенным умыслом на получение за счет них дополнительной прибыли или без такового (т.е. получение дополнительной прибыли за счет манипулирования может быть как его основной целью, так и средством, направленным на достижение иной цели, а также побочным эффектом произвольного совершения операции, в том числе при операциях с крупными пакетами ценных бумаг или относительно большим объемом средств, вкладываемых в тот или иной фондовый актив).

????? ????????? ??????, ? ??? ?????, ?????????? ?????????????? ?????? ??? ?????????????? ?????????????? ?? ??????? ?????????? ?????????????????? ?????? ??? ????? ?????????? ??????- ?????????? ?????????????? ?????????????? ?????????? ? ?????? ?????????? ?????????????????? ?????????????????? ??????????, ?????????? ? ?????????????? ?????????? ?????? (?????????, ?????????? ?????????? ?????????? ??????????, ?????????????????? ?????????? ?????????? ?????????? ?????????? ???, ??????????, ?????????????????? ?? ??????).⁹

Манипулирование ценами – действия участника рынка, демонстрирующие другим участникам рынка его ложные намерения в отношении купли – продажи ценных бумаг,

⁸ Постановление ФКЦБ от 16 ноября 1998 г. N 49 "Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг", ст.8 п.1

игнорирующие интересы обслуживаемых им клиентов при совершении сделок с ценными бумагами и/или направленные на извлечение собственной выгоды от знания намерений обслуживаемых клиентов о купле – продаже ценных бумаг¹⁰.

Таким образом, все вышеперечисленные определения схожи в том, что манипулирование представляет опасность для рынка, так как направленное воздействие на него нарушает его стабильность, ведет к "раскачиванию" рынка, образованию искусственных цен и возникновению экономических диспропорций, а также получению необоснованной прибыли (за счет введения в заблуждение других субъектов рынка), наносит ущерб его участникам и третьим лицам, в то время как основной функцией рынка является перераспределение финансовых ресурсов, трансформации сбережений в инвестиции. Рынок может эффективно выполнять эту функцию при условии честного ценообразования, равенства участников торговли в части равных возможностей принятия решений, которые основываются на открытости и общедоступности информации о рынке, равных возможностях влияния на формирование цен. То есть манипулирование на фондовом рынке подрывает основы его деятельности – равенство участников торговли в условиях честного ценообразования на финансовые активы и распределение финансовых ресурсов.

Цели манипулирования.

Манипулирование может осуществляться с различными целями, среди которых можно выделить три основных:

1. Повышение курса ценной бумаги. Манипулятор способствует повышению цены ценной бумаги, которую потом продает инвестору. Это наиболее распространенный способ манипулирования.
2. Стабилизации цен. Конечный результат обычно состоит в том, что ценная бумага продается по более высокому курсу, чем тот, который бы установился под воздействием чисто рыночных сил. Подобная практика часто используется при андеррайтинге ценных бумаг. Подобное манипулирование разрешено SEC (Комиссией по ценным бумагам и биржам, США) при условии, что инвесторы

⁹ Приложение №1 к Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке Положение об основных требованиях к профессиональному Участнику на фондовом рынке, НФА, раздел 8, п.1

полностью информированы о проведении подобных операций. Такое манипулирование редко становится объектом критики.

3. Понижение цен. Подобное манипулирование встречается довольно редко, исключение составляет деятельность так называемых медведей, стремящихся извлечь прибыль путем совершения продаж без покрытия.

Кроме вышеуказанных, можно выделить и другие ситуации, в которых возникает стремление к манипулированию ценами, а именно:

- а) собственник владеет крупным блоком акций и желает “сбросить его” по более высоким ценам;
- б) андеррайтер, выкупивший – при неполном первичном размещении, - нерезализованную часть акций и желающий сбыть их;
- в) залогодатель, стремящийся повысить оценку заложенного имущества в форме ценных бумаг;
- г) заинтересованное в компании лицо, стремящееся воздействовать на успех или неуспех тендерного предложения;
- д) приобретатель опциона на покупку акций по цене, зафиксированной выше текущей рыночной цены (в этом случае реализация опциона невыгодна, пока цены не поднимутся);
- е) андеррайтер на “базе лучших усилий” (то есть обязанный по договору с эмитентом распространить его ценные бумаги по возможно более высоким ценам)¹¹.

1.2. Виды манипулирования.

Манипулирование довольно трудно классифицировать, поскольку существует много его форм и методов воздействия на цены.

В частности, выделяют следующие виды манипулирования:

1. манипулирование, основанное на искусственном воздействии на цены путем совершения манипулятивных сделок;
2. манипулирование, основанное на распространении ложных слухов, а именно манипулирование информацией.

¹⁰ 7-ая международная выставка "Банковские и корпоративные системы, 98", февраль 1998г., Тезисы к докладу на тему: "Организация надзора на финансовых рынках ММВБ с использованием системы SMARTS" – www.micex.ru

¹¹ Миркин Я.М. Раздаточные материалы по курсу "Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг", раздел "Брокерская деятельность. Запрещенные торговые практики" стр.39-40

Данную классификацию манипулирования можно провести на основе определения манипулирования, данного в абзаце 11 ст.18 Закона РФ «О товарных биржах и биржевой торговле»: «в биржевой торговле должны быть определены... меры по контролю над процессом ценообразования на бирже в целях недопущения резкого дневного повышения или понижения уровней цен, искусственного завышения или занижения цен, сговора или распространения ложных слухов с целью воздействия на цены»¹².

Манипулирование информацией в свою очередь можно разделить на три типа:

3. распространение информации о том, что в результате действий одного или несколько лиц курс какой-либо ценной бумаги будет повышаться или понижаться, что косвенно призывает инвесторов к таким же действиям;
4. распространение ложной информации о ценной бумаге, которая приведет к массовым покупкам/ продажам данной ценной бумаги, и, соответственно, повлечет за собой рост/ падение котировок данной ценной бумаги;
5. сокрытие или непредставление информации об эмитенте, ценной бумаге или состоянии рынка, которые могут привести к установлению искусственного контроля цен на ценные бумаги.

По способу воздействия на рынок ценных бумаг можно выделить:

1. Единичное (ситуационное) манипулирование. К этому виду манипулирования относятся случаи воздействия на рынок за счет изменения курсовой стоимости фондового актива. Такое манипулирование может производиться как одним участником, так и группой участников рынка в виде отдельной сделки или серии сделок. Манипулированием признается выставление заявок на покупку/продажу или совершение сделок с фондовыми активами при явном отрыве цен проводимых сделок от текущих рыночных цен. При этом явным отрывом признается разница более 5% по отношению к средневзвешенной цене торговой сессии для организованного рынка и более 10% для неорганизованного рынка.
2. Манипулирование рынка в целом, в частности:
 - 2.1. Манипулирование за счет больших объемов сделок;
 - 2.2. Манипулирование за счет длительного однонаправленного воздействия на рынок. В данном случае манипулятивное воздействие на рынок заключается в совершении

¹² Закон РФ от 20 февраля 1992г. №2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле", ст.18

однонаправленных операций только по покупке или только по продаже, в результате которых изменяется естественная рыночная цена фондового актива¹³.

По количеству участников выделяют следующие виды манипулирования:

6. манипулирование, осуществляемое одним лицом. Широко распространенной практикой являются попытки манипулирования, организуемые одним лицом в собственных интересах, особенно в отношении средних и малых компаний (так называемые *microsar companies*), акции которых торгуются на внебиржевом рынке, информация о данных компаниях ограничена, и рынок выпускаемых ими ценных бумаг контролируется небольшим числом брокеров.
7. манипулирование, осуществляемое несколькими участниками на основе взаимной договоренности.

Также целесообразно выделить манипулирование, совершаемое:

8. с прямым умыслом, то есть совершение действий, имеющих своей целью получение прибыли за счет манипулирования или достижение иных целей;
9. с косвенным умыслом, то есть в данном случае манипулирование является побочным эффектом от совершения других действий.

В зависимости от рынка, на котором осуществляется манипулирование путем проведения сделок выделяют:

10. Манипулирование, совершаемое на вторичном рынке;
11. Манипулирование, совершаемое при первичном размещении.

Данная классификация подробно рассмотрена в учебнике Р. Тьюлз, Э. Брэдли, Т.Тьюлз, "Фондовый рынок". Автор данной дипломной работы считает целесообразным несколько видоизменить и обобщить эту классификацию, так как с его позиции манипулирование путем проведения манипулятивных сделок следует подразделять на:

12. Сделки, создающие видимую активность рынка;
13. Сделки, имеющие искусственное воздействие на движение цен;
14. Корнеры

¹³ Приложение №1 к Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке Положение об основных требованиях к профессиональному Участнику на фондовом рынке, НФА раздел 8

Остальные же виды, выделяемые в учебнике, по мнению автора либо сочетают эти виды манипулирования, а также манипулирование информацией, либо являются разновидностями приведенных видов.

1.2.1. Манипулирование на вторичном рынке.

Сделки, создающие видимую активность на рынке:

1. "продажи - отмывки" (wash sales). Это одна из самых ранних форм манипулирования. Это притворная сделка, в результате ее совершения не происходит смены собственника. Этот термин охватывает несколько методов манипулирования, поскольку все они приводят к достижению того же результата.

Один из самых ранних методов заключался в имитации сделки на бирже: два брокера объявляли цену, заявляли о совершении сделки, однако на самом деле не происходило движения ни денег, ни ценных бумаг.

Другой метод заключался в том, что спекулянт размещал одновременно у двух брокеров заявки на покупку и продажу одних и тех же ценных бумаг, имеющие в существенной степени те же параметры цены и количества и отданные в приблизительно в одно и то же время, – спаренные ордера (matched order); ценные бумаги продавались одному брокеру и тут же покупались у другого. Будучи более завуалированным, чем первый метод, реально он приводил к тому же результату: смены собственника не происходило.

Третий метод заключался в том, что ценные бумаги продавались другим членам семьи, родственникам, партнерам и знакомым, то есть аффилированным лицам.

Основной целью данных сделок было установление фиктивной цены для получения для получения прибыли или фиксации убытка, преимущественно в налоговых целях¹⁴.

Подобные сделки с давних пор считаются незаконными, фондовые биржи запретили их еще в прошлом веке. Однако в последние годы манипуляторы достигли в ряде случаев почти аналогичных результатов путем размещения взаимно противоположных приказов разными людьми на основе взаимной договоренности. Например, на российском фондовом рынке используется практика договоренности между двумя брокерами о заключении сделки по неликвидным

акциям по цене, значительно превышающей рыночную, сделка проводится по счетам по данной цене, после чего продавец возвращает разницу между полученной суммой и реальной рыночной стоимостью акции наличными деньгами покупателю. Данная практика используется в качестве ухода от налогов.

2. Введение заявок в торговые системы с последующим их удалением;
15. "Складирования" (warehousing), т.е. совершение сделок репо с обратным выкупом акций по тем же, фиксированным ценам, когда акции временно "складируются" у покупателей, в результате также на переходит права собственности, а только создается видимость активной торговли.
16. "Паркинг" (parking) – используется для сокрытия собственности на ценные бумаги, представляет собой фиктивную продажу или перевод ценных бумаг на лицо, накапливающее их, с целью последующей перепродажи или перевода настоящему собственнику (или его агенту) на существенно тех же условиях, что и первая продажа. Фактически представляет собой то же самое, что и складирование¹⁵.

Искусственное воздействие на движение цен

17. Проведение операций с крупными пакетами ценных бумаг (прохождение через рынок крупной партии ценных бумаг оказывает дестабилизирующее влияние на цену, выводит ценообразование за нормальные рыночные условия);
18. Направление значительного количества приказов на совершение сделок при открытии и закрытии биржи, распределение их по нескольким биржам с тем, чтобы в моменты открытия-закрытия вызвать искусственное движение цен (воздействие на цены открытия и закрытия);
19. "Верховая езда без оглядки" (free riding) – покупка ценных бумаг без достаточных средств для совершения платежа по ним, при этом ценные бумаги продаются до наступления даты расчетов, а выручка от продажи используется для покрытия платежа по начальной покупке. Данные действия направлены на понижение курса.
20. Короткие продажи, используемые манипуляторами с целью понижения курса.
21. Стабилизация, то есть искусственное поддержание цены на одном уровне.

¹⁴ Миркин Я.М. *Раздаточные материалы по курсу "Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг", раздел "Брокерская деятельность. Запрещенные торговые практики"* стр.39-40

Корнеры (“углы”). Корнер представляет собой такую ситуацию, когда значительная часть ценных бумаг оказывается в руках одного лица или группы взаимосвязанных лиц, и продавцы без покрытия не могут приобрести данные акции у кого-либо, кроме как у этого лица. В основе корнера лежит рост цен в связи с естественными причинами или искусственным манипулированием. По мере того, как курс акций повышается, они все больше становятся объектом продаж со стороны “медведей”, которые считают, что в настоящий момент цена завышена и должна упасть. Они заимствуют ценные бумаги с целью их продажи; часто ценные бумаги и предоставляются займы контролирующей группой. В конце концов продавцы без покрытия обязаны вернуть ценные бумаги, которые они продали без покрытия. А поскольку оказывается, что купить их можно только у контролирующей группы, продавцы без покрытия оказываются вынуждены выкупить у последней ценные бумаги по той цене, которую устанавливает группа. Таким образом, продавцы без покрытия оказываются загнанными в угол (cornered).

Корнеры, в свою очередь, делятся на две группы – а) манипулятивные корнеры (manipulative corners), б) естественные корнеры.

Манипулятивные корнеры создаются преднамеренно как ловушки для неинформированных спекулянтов. В этом случае манипуляторы предоставляют акции займы продавцам без покрытия. По мере того, как цены растут, продавцы без покрытия продолжают продавать, а манипуляторы приобретают все акции, появляющиеся на рынке. В итоге зачастую оказывается, что таким путем продано больше акций, чем выпущено.

Естественные корнеры. В этом случае возможна следующая ситуация. Какие-то группы пытаются овладеть контрольным пакетом акций одной компании. В результате курс акций этой компании поднимается, но продавцы без покрытия не знают причин повышения курса. В конце концов они также оказываются зажаты в угол, поскольку акции оказываются только у контролирующей группы¹⁶.

Как разновидности корнеров можно выделить:

22. использование полномочий, полученных у эмитента в рамках адеррайтинга (например, для накопления запасов акций с целью последующего манипулирования или для их искусственного удержания для дальнейшей перепродажи эмитенту по бросовым ценам). Данные действия и являются

¹⁵ *Administrative proceedings, file №3-9180/ www.sec.gov*

корнером – накопление значительной части ценных бумаг у одного лица или группы взаимосвязанных лиц;

23. манипулирование предложением, то есть искусственное увеличение или уменьшение предложения ценных бумаг, что возможно только, когда манипулятор и связанные с ним лица владеют значительной частью ценных бумаг (что является корнером). При этом сокращение предложения может иметь как понижательный эффект на курс ценной бумаги (ценные бумаги небольших компаний, торговля "замирает", акции становятся неликвидными), так и, наоборот, повышательный эффект (устранение избыточного предложения акций при манипулятивной игре на повышение).

Автор считает целесообразным рассмотреть пулы, которые являются сочетанием создания видимой активности на рынке и манипулирования информацией при опционных пулах, и искусственного воздействия на движение цен и манипулирования информацией при торговых пулах.

Пулы. Пулом называется временное объединение двух или более лиц с целью совместного проведения операции с ценными бумагами, имеющей характер манипуляции. Каких-либо особых причин, по которым манипулирование может проводиться только пулами, не существует; многие манипуляции подобного рода весьма успешно с финансовой точки зрения реализовывались одним человеком.

Операции пула обычно оформляются договором о его создании. Договор может представлять собой устное соглашение нескольких человек об активной торговле конкретными ценными бумагами с использованием совместного счета, а может быть и весьма объемным и сложным документом, регламентирующим все аспекты прав и обязанностей каждого из участников. В более формальных договорах пул обычно называется синдикатом. В договоре указывается менеджер пула и его вознаграждение, рассматриваются капиталовложения каждого из участников, фиксируются время и порядок распределения прибылей и убытков, специально оговариваются все опционные соглашения. В начале XX века, когда законным считалось использование инсайдерской информации при совершении сделок в пул часто приглашали директоров корпораций,

¹⁶ Миркин Я.М. Раздаточные материалы по курсу "Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг", раздел "Брокерская деятельность. Запрещенные торговые практики" стр.41-42

которые являлись инсайдерами, что обеспечивало пулу, во-первых поддержку внутри корпорации, ценные бумаги которой подвергались манипулированию, во-вторых, давало возможность приобретать опцион call по низким ценам, и, в-третьих, раскрывало пулу инсайдерскую информацию. Менеджерами пула могут быть биржевые торговцы с опытом проведения хитроумных сделок, управляющие корпораций, но чаще всего — это брокеры и дилеры. Часто на роль менеджера приглашали членов биржи: их знание рынка и опыт в исполнении биржевых приказов ценились очень высоко. Именно через членов биржи можно было размещать приказы на покупку или продажу ценных бумаг "на усмотрение брокера", которые исполнялись в любое подходящее время.

Пулы делятся на две основные группы:

- а) опционные пулы,
- б) торговые пулы.

Опционный пул. В качестве первого шага пул манипуляторов обеспечивает себе опцион call (право на покупку) крупного блока акций по курсу, более высокому, чем текущие рыночные котировки. При этом акции должны обладать (или потенциально обладать) рыночной ликвидностью, и их объем на рынке должен легко контролироваться. Задачей менеджера и операторов пула является увеличение курса акций сверх курса, зафиксированного в опционе. Если количество акций на рынке – величина постоянная, то эта задача может быть выполнена только через увеличение спроса на акции. Самый эффективный способ убедить всех прочих покупать акции – публиковать благоприятную информацию о совершенных сделках, что должно убедить перспективных покупателей в том, что другие покупатели рынка сочли ценную бумагу недооцененной. Менеджер пула открывает множество счетов у различных брокеров, вводит приказы на покупку и продажу, формируя медленно растущий курс ценных бумаг по мере увеличения количества сделок, то есть создает имитацию активности рынка.

По мере того, как цена медленно растет, в действие вводится сложный механизм обеспечения публичности с тем, чтобы стимулировать спрос. Директора корпорации, чьи акции являются объектом манипулирования, делают оптимистичные (однако, не полностью правдивые) заявления относительно перспектив компании. Те брокеры, которые заинтересованы в пуловой операции, распространяют письменные консультации с советами о приобретении данной акции. Заказываются оптимистические статьи в финансовой прессе. Заключаются соответствующие договоры на услуги рекламных

агентств. Распространяются фальшивые слухи о растущих прибылях или неизбежном слиянии. Операции пула привязываются ко времени появления информации о финансовых результатах, дивидендах, новых заказах, реорганизации эмиссий и т.д. И, наоборот, даты объявления корпоративных новостей согласовываются инсайдерами с организаторами манипулятивных схем.

Как только рыночный курс акции начинает превышать курс опциона, оператор пула реализует свой опцион и осторожно, с превышением продаж над покупками, “разгружается”, “сбрасывает” свои акции публике (до этого, при подъеме цены, он больше покупал, чем продавал).

Однако оператор не обязательно ограничивается только указанными прибылями. Он может осуществлять короткие продажи акции с учетом того, что курс акции, который был поднят на экономически неоправданный уровень и затем лишен поддержки пула, будет падать стремительно. Когда курс достигнет своих нормальных значений, короткие позиции будут покрыты с прибылью.

Таким образом, опционный пул представляет собой совмещение двух видов манипулирования – совершение сделок, создающих видимую активность на рынке и распространение ложных слухов и информации.

Торговые пулы. В торговых пулах акции приобретаются не через опционы, а на открытом рынке. Менеджеры таких пулов приобретают акции на открытом рынке с тем, чтобы перепродать их по более высокой цене. Для скупки акций используются следующие методы. Первый заключается в искусственном понижении курса акций путем продаж без покрытия или распространения отрицательной для данного эмитента информации, что приводило к падению цен на данные акции. Второй метод заключался в стабилизации цены; то, что она не росла, в отличие от цен на другие акции, делало выпуск непопулярным. И тогда пул незаметно приобретал значительную часть таких акций. Третий метод, наиболее дорогостоящий, состоял в приобретении акций по более высоким ценам. В торговых пулах менеджеры пулов использовали самые разнообразные приемы для того, чтобы снизить интерес широкой публики к данным акциям до того момента, когда пул аккумулировал достаточное количество акций для того, чтобы начать игру на повышение¹⁷.

1.2.2. Манипулирование, осуществляемое при первичном размещении.

В том случае, если первичное размещение ценных бумаг базируется на фиксированных ценах (т.е. не определяемых рынком ценах) и твердых обязательствах андеррайтеров по выкупу эмиссии (например, США), возникает закономерная потребность в одновременном поддержании курса данной ценной бумаги на вторичном рынке. Когда первичное размещение осуществляется по рыночным, ежедневно складывающимся ценам, то такой потребности не возникает (и на первичном, и на вторичном рынках цены определяются только рыночными силами).

Соответственно, в отношении первичных размещений, осуществляемых по фиксированными ценам, под твердые обязательства андеррайтеров, сочетание фиксированной цены на первичном рынке – и манипулированной на вторичном – возможно (если оно строго регулируется). Когда первичное размещение осуществляется по рыночным, ежедневно складывающимся ценам (“через рынок”), то такое сочетание свободной рыночной – и манипулированной рыночной цен на двух параллельных рынках является запрещенным¹⁸.

Необходимость противостоять спекулянтам, которые будут сбрасывать ценную бумагу на вторичном рынке с тем, чтобы получить быструю прибыль в форме разницы между ценой первичного размещения и ценой вторичного рынка (последняя, как правило, выше, т.к. включает премию за дополнительный риск, которую должен получить первичный инвестор). Подобные массированные продажи могут дестабилизировать рынок, искусственно понизить курс бумаги, подорвать саму возможность первичного размещения по фиксированным ценам, под твердые обязательства.

Поступление на вторичный рынок крупных партий ценных бумаг (в результате эмиссии, т.е. крупного выброса “товара” на рынок) может искусственно дестабилизировать рынок, неоправданно занижить цены.

Андеррайтер принимает на себя повышенные риски, обязуясь выкупать эмиссию по фиксированным ценам. Соответственно, он должен иметь возможность защитить себя от колебаний на данную ценную бумагу на вторичном рынке.

Повышенные риски принимает на себя также первичный инвестор (в сравнении с инвестором, действующим на вторичном рынке), что создает право защиты от

¹⁷ Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. *Фондовый рынок – 6-е изд.: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2000г., стр. 374-383*

¹⁸ *Regulation M, rule 101*

понижательных движений курса.

Таким образом, при первичном размещении стабилизацией является поддержание курса на ценную бумагу на вторичном рынке.

Стабилизация должна соответствовать основной цели - предупреждение или препятствование падению цен на вторичном рынке на ценную бумагу, размещаемую на первичном рынке. Существует ряд случаев, во время которых стабилизация на первичном рынке является разрешенной (по законодательству США):

Стабилизация разрешена только в том случае, когда раскрывается информация о проводимой стабилизации. Только в этом случае будет сглажен негативный эффект от манипулирования с помощью стабилизации, рынок "будет знать", что проводится стабилизация и решения на рынке будут приниматься в условиях полной информированности. В связи с изложенным лица, осуществляющие стабилизацию, обязаны предварительно уведомить об этом организаторов рынка, лиц, через которых будут проводить стабилизацию (например, брокеров-дилеров), а также раскрыть информацию о планируемой стабилизации в проспекте эмиссии ценных бумаг.

Запрещается проводить ряд операций в "ограничительный период времени" (время установления цены первичного размещения, вступления участника в процесс первичного размещения, а также моментом выхода участника из этого процесса):

- a. запрещение коротких продаж ценной бумаги непосредственно перед первичным размещением с тем, чтобы короткие продажи были покрыты покупкой ценных бумаг у андеррайтера при их первичном размещении. Подобные короткие продажи имеют манипулятивный характер, будучи способными привести к искусственному снижению цены первичного размещения;
- b. всем лицам, вовлеченным в процесс первичного размещения ценных бумаг, и эмитентам, а также аффилированным с ними лицам запрещается вводить заявки на покупку/ продажу ценных бумаг, по которым проводится первичное размещение, а также совершать сделки с данными ценными бумагами. Исключение составляют: а) активно торгуемые ценные бумаги (среднедневной объем сделок превышает \$1 млн.), так как цены на данные ценные бумаги корректируются рынком и манипулировать ими тяжело и затратно, б) ценные бумаги, имеющие рейтинг хотя бы одного национально

признанного агентства (долговые бумаги, привилегированные акции, облигации, обеспеченные активами), так как эти бумаги торгуются на основании их рейтинга и соответствующей доходности, что делает их трудно поддающимися манипулированию.

Также разрешается в "ограничительный период времени":

- c. подготовка и рассылка аналитической информации, относящейся к "обычному ходу ведения бизнеса";
- d. исполнение опционов, варрантов, прав, конверсионных привилегий, относящихся к ценной бумаге, являющейся объектом первичного размещения;
- e. совершение сделок с корзинами ценных бумаг, если размещаемая бумага составляет не более 5% стоимости корзины и в корзине не менее 20 ценных бумаг¹⁹.

Стабилизация (разрешенная законодательством) осуществляется по следующей схеме:

- a) стабилизацией занимается менеджер синдиката в интересах членов синдиката,
- б) право менеджера и его обязанности в этом отношении закрепляются в синдикационном соглашении,
- в) количество ценных бумаг, используемых для стабилизации, может определяться как процент к величине эмиссии,
- г) размещение у специалистов на биржах, где торгуется данная ценная бумага, приказов на покупку на сумму, достаточную для того, чтобы поглощать все избыточные приказы на продажу, способные в ином случае привести к понижению курса,
- д) на внебиржевых рынках подобные приказы на покупку размещаются у дилеров, поддерживающих достаточный объем операций с данной ценной бумагой,
- е) андеррайтер публично объявляет о стабилизационной поддержке ценной бумаги,
- ж) андеррайтер обязан вести отдельный учет своих действий по стабилизации, в том числе по каждой стабилизационной покупке²⁰.

Таким образом, в данной главе рассматриваются определения манипулирования ценами,

¹⁹ Regulation M

²⁰ Миркин Я.М. Раздаточные материалы по курсу "Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг", раздел "Андеррайтинг ценных бумаг" стр.68

представленные различными источниками, в том числе и законодательными актами как России, так и других стран. На основе всех рассмотренных определений автор считает целесообразным предложить свое, которое наиболее точно, по мнению автора, передает сущность манипулирования:

Манипулирование представляет собой действия любого лица или группы лиц на фондовом рынке, как на биржевом, так и на внебиржевом, совершаемые с прямым или косвенным умыслом (то есть имеющие своей целью получение прибыли за счет манипулирования или достижение иных целей, или действия, которые имеют побочные эффекты, влияющие на цены на фондовые активы), направленные на создание ложных ценовых ориентиров. К данным действиям следует относить:

- 2. любые виды операций, создающие видимость активной торговли ("продажи – отмывки", выставление спаренных ордеров, продажи аффилированным лицам, введение в систему заявок с последующим их удалением, складирование, проведение операций с крупными пакетами ценных бумаг);*
- 3. корнеры – концентрация находящихся в обращении ценных бумаг у небольшой по числу членов группы;*
- 4. искусственные воздействия на цены открытия, закрытия, а также средневзвешенную цену ценной бумаги;*
- 5. стабилизация, направленная на поддержание курса ценной бумаги;*
- 6. распространение слухов и информации любым путем, могущих повлиять на рыночные цены ценных бумаг.*

Хотелось бы подчеркнуть, что характерная особенность понятия "манипулирование" заключается в искусственном контроле цен, а не в его противозаконности, так как существуют и разрешенные виды манипулирования – стабилизация на вторичном рынке при проведении первичного размещения по фиксированным ценам.

В связи с тем, что очень часто путают манипулирование и спекуляцию на РЦБ, отдельно хотелось бы рассмотреть отличительные черты этих понятий. Спекуляция заключается в изучении будущего, формулировании ожиданий и использовании позиций для получения прибыли. Из этого определения видно, что спекулянты являются, главным образом, предсказателями, работающими со своими прогнозами с целью заработать. Спекулянт не рассматривает себя как игрока, контролирующего цены. Манипулятором же является тот, кто использует свою силу для обеспечения повышения или падения цен

таким образом, чтобы обеспечить личную выгоду за счет других – тех, кто не является участником группы манипулирования. В этом смысле с экономической точки зрения, манипулирование является «очевидным злом», так как оно подрывает веру в систему ценообразования и вмешивается в механизм эффективного распределения ресурсов.

Также данная глава рассматривает виды манипулирования. Все приведенные классификации, по мнению автора, непосредственно отражают сущность манипулирования.

Необходимо отметить, что ясное и четкое понимание как самого манипулирования, так и его видов, необходимо для создания правовой базы, регулирующей манипулятивные сделки.

Глава 2. Практика манипулирования на фондовом рынке.

2.1. Манипулирование на фондовом рынке США

Манипулирование на основе совершения манипулятивных сделок

Манипулирование на вторичном рынке

Следующий пример, взятый из Административных расследований Комиссии по рынку ценных бумаг США, является примером манипулирования с помощью торгового пула. Причем этот вид манипулирования является распространенным на фондовом рынке США, судя по количеству аналогичных расследований.

Манипулятивные действия были осуществлены Lawrence Principato и Todd E. Roberto, совладельцами компании L.T. Lawrence & Co., Inc.

12 декабря Компания L.T. Lawrence & Co., Inc. приобрела акции Ecotyre Technologies, Inc., объемом 1'725 тыс. акций по цене \$4 за акцию. В этот же день компания продала своим розничным клиентам 83% имеющихся у нее акций (1'431'750 акций) по \$4 за акцию.

13 декабря с 12:20 до 13:52 компания L.T. Lawrence & Co., Inc. приобрела у своих розничных клиентов 320 тыс. акций по средней цене \$4.81 за акцию. С 13:52 до 16:00 компания L.T. Lawrence & Co., Inc. купила еще 52 тыс. акций у других профессиональных участников рынка. В результате данных действий цена за акцию Ecotyre Technologies, Inc. возросла с \$4 до \$6.50.

В это же время (с 12:36 до 16:00 13 декабря 1995г.) компания продавала акции. В общей сумме она продала 665'250 акций по ценам \$7-8 за акцию. Таким образом, компания распродала все акции, имеющиеся у нее на балансе.

13 декабря цена закрытия акции Ecotyre Technologies, Inc. под воздействием данных манипуляций составила \$8.

В результате 13 декабря 1995г компания L.T. Lawrence & Co., Inc., контролируя рынок акций Ecotyre Technologies, Inc., получила прибыль около \$1.2 млн..

При анализе рынка за 13 декабря были выявлены следующие факты:

7. 95% всех операций розничных клиентов компании L.T. Lawrence & Co., Inc. составили операции по покупке и продаже акций Ecotyre Technologies, Inc.
8. 98% акций были проданы розничным клиентам компании, и только 2% другим профессиональным участникам рынка.

26 июня 1999г. против компании L.T. Lawrence & Co., Inc. и ее совладельцев было возбуждено Административное расследование.

Действия компании L.T. Lawrence & Co., Inc. были признаны манипулятивными, так как имело место преднамеренное нарушение Section 17 (a) Закона 1933г., Sections 9 (a) и 10 (b) Закона 1934г..

24 июля 2000г. Административное расследование вынесло следующие наказания:

9. Lawrence Principato и Todd E. Roberto должны выплатить по \$274 тыс. каждый розничным клиентам компании, подвергшимся манипуляции, а также по \$100 тыс. Казначейству США в качестве штрафа;
10. Lawrence Principato и Todd E. Roberto отстраняются из любых ассоциаций брокеров и дилеров;
11. Компания L.T. Lawrence & Co., Inc. лишается лицензии профессионального участника рынка²¹.

Как видно, из данного примера штрафы, накладываемые на манипуляторов в США, достаточно серьезные (общая их сумма составляет 60% от полученной прибыли в результате махинации). Данные суммы совершенно не сопоставимы с \$3000 – максимальный штраф, который может наложить НАУФОР на своих членов при выявлении фактов манипуляции.

Хочу рассмотреть еще один пример пула, раскрытый НАСД (NASD).

Компания VTR Capital, Inc. приобрела у своего клиентом опцион call (на акций) на покупку 300 тыс. обыкновенных акций Interiors, Inc. по цене \$0.93 за акцию. Данный объем составлял 28% от всех обращающихся на рынке акций. В последующие 3 дня компания VTR Capital, Inc. искусственно подняла цену акций до \$2 (данный метод в американской практике регулирования получил название "pump & dump" – "увеличить и сбросить"). Для этих целей компания использовала такие методы как выставление спаренных ордеров и паркинг (продажа ценных бумаг по договоренности или соглашению о том, что ценные бумаги будут выкуплены позже обратно). После чего компания осуществила свои права по опциону (то есть выкупила акции по цене \$0.93 и продала их на рынке по цене \$1.8–2). Компания получила, таким образом, прибыль в размере \$450 тыс.

²¹ *Administrative Proceeding, File № 3-9923, www.sec.gov*

В результате расследования компания согласилась возместить убытки и проценты своим клиентам в размере \$300 тыс., владелец и президент компании Edward J. McCune был отстранен от осуществления брокерско - дилерской деятельности на рынке ценных бумаг на 8 месяцев²².

Манипулирование, осуществляемое при первичном размещении

Andrew Bressman являлся главным исполнительным директором компании A.R. Baron & Co., Inc., а также ее главным частным акционером, владея более 15% акций компании. Акции компании торговались на Нью-Йоркской фондовой бирже.

13 октября корпорация зарегистрировала выпуск 3 млн. акций для публичного размещения. Было объявлено, что вторичное размещение акций начнется 18 ноября.

17 ноября примерно в 15:22 Andrew Bressman разместил приказ на Нью-Йоркской фондовой бирже, от имени своей сестры на покупку 5'000 обыкновенных акций компании A.R. Baron & Co., Inc. по \$15 за акцию. Этот приказ был исполнен с превышением на 1/8 от цены предыдущей сделки. Данная покупка была последней сделкой, заключенной в этот торговый день.

18 ноября акции компании A.R. Baron & Co., Inc. торговались между \$15 и \$15 1/2, при этом за 30 минут до закрытия торгов они опустились ниже \$15 за акцию. Примерно за 15 минут до закрытия торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже Andrew Bressman разместил приказ на покупку 5'000 обыкновенных акций компании A.R. Baron & Co., Inc. от имени своей сестры по 14 7/8. Только одна тысяча акций из 5'000 могла быть продана по \$14 7/8. После уведомления о том, что больше предложений о продаже по этой цене нет, Andrew Bressman поднял цену в заявке на покупку на оставшиеся 4'000 акций с \$14 7/8 до \$15.

После исполнения этого приказа по \$15 Andrew Bressman передал инструкции о покупке двух дополнительных лотов по 1'000 акций при лимите \$15 за акцию; первый приказ был введен в 15:55 и исполнен в 15:56; второй приказ был введен в 15:58 и исполнен в 15:59. Данная сделка была последней транзакцией с обыкновенными акциями за 18 ноября.

В 16:15, примерно через 15 минут после последней покупки, совершенной Andrew Bressman, состоялась назначенная ранее телефонная конференция представителей андеррайтингового синдиката и оценочного комитета, учрежденного советом директоров компании A.R. Baron & Co., Inc.. Во время конференции, с учетом интереса, проявленного к публичному предложению данных акций, а также с учетом цен, по которым акции

²² NASD Regulation Press Release - 12-22-98.htm, www.nasd.com

компания A.R. Baron & Co., Inc. торгуются на Нью-йоркской фондовой бирже, андеррайтеры уведомили оценочный комитет о том, что они могли бы выкупить 2'875 млн. акций и предложить их публике по \$15 за акцию - но цене закрытия этих акций 18 ноября.

Таким образом в данном случае имело место размещение ордеров в конце дня с тем, чтобы поднять выше цену закрытия, практика известная как «отметка ценой закрытия». Данная практика является маанипулятивной в соответствии с Section 10(b), Securities Exchange Act of 1934²³.

Манипулирование информацией

Примеры манипулирования информацией:

Одним из ярких примеров манипулирования информацией являются манипуляции на американском фондовом рынке на протяжении 2000г., результатом которых явилось падение NASDAQ на 60% по сравнению с максимальным значением в марте 2000г., негативные последствия чего мы наблюдаем до сих пор.

В последние несколько лет на фондовом рынке США основным мериллом развития бизнеса компании становится не рост ее прибыли, а рост дохода на одну акцию и превышение дохода этого роста, ранее данного аналитиками. Очевидно, что когда инвесторов мало интересуется прибыльность самого бизнеса, существует огромный соблазн дать заниженный прогноз через "независимых" аналитиков, а потом "превзойти" его.

Первое, что вызывает смущение специалистов - это то, что публикуемая компаниями статистика показывала ежегодный прирост прибылей на 15-20% в год - в то время как в течение последних ста лет прибыль предприятий в среднем росла лишь на 5-6% в год. Кроме того, рост прибылей компаний должен соотноситься с официальными темпами роста экономики страны в целом, в то время как и тут наблюдались значительные различия. Именно эти завышенные цифры прибылей аналитики ежегодно закладывали в свои прогнозы, формируя, таким образом, радужные ожидания инвесторов.

Более того, Американская Комиссия по ценным бумагам и биржам винит финансовые компании в личной заинтересованности при даче недобросовестных рекомендаций.

Доказать преступный характер такой заинтересованности и предумышленную необъективность рекомендаций аналитиков чрезвычайно трудно. Однако факты говорят

сами за себя. По данным, опубликованным 24 июля 2000 года в журнале Fortune, в 1999 году около 2'200 профессиональных аналитиков фондового рынка, отслеживающих состояние свыше 6'000 компаний, дали 33'169 рекомендаций на покупку акций и только 125 - на продажу. По данным аналитической фирмы First Call/Thomson Financial, из 28 тысяч рекомендаций по американским акциям на конец сентября 2000 года только 0,6% составляли рекомендации на продажу.

В ситуации, когда реакция рынка зависит не столько от значения того или иного показателя деятельности компании, сколько от того, как эти показатели соотносятся с прогнозами аналитиков, активно стали применяться конфиденциальные встречи представителей корпораций с экспертами ведущих инвестиционных компаний, на которых последним передавались предварительные заниженные данные о результатах деятельности корпорации. Аналитики на основе этих данных формировали собственные прогнозы, которые тиражировались прессой по всему миру. Таким образом, корпорации самостоятельно формировали ожидания, а затем «неожиданно» их превосходили, чего с таким нетерпением и ожидал рынок. В конечном итоге традиция подобных встреч была замечена специалистами Комиссии по ценным бумагам и биржам. Последовал запрет на предоставление аналитикам конфиденциальной предварительной информации. Правда, случилось это уже в конце 2000 года. Неудивительно, что после этого гораздо чаще стал наблюдаться разброд в ожиданиях рынка и результатах деятельности компаний.

Тем не менее, одним «аналитикам» было бы не под силу раскрутить маховик «новой экономики». Не выглядит неожиданным и стремление самих корпораций предпринять усилия по популяризации собственных акций. Особенно в данном вопросе преуспели интернет-компании. Еще в ноябре 1999 известный американский финансист Уоррен Баффет в интервью журналу Fortune обратил внимание общественности на то, что в течение 1998-1999 гг. прибыли американских корпораций снижались, однако акции в этот же период продолжали расти. Дело в том, что прибыли высокотехнологичных корпораций снижались в абсолютном масштабе, но продолжали расти в расчете на одну акцию.

По данным У.Баффета, большинство компаний занимались искусственным завышением собственных прибылей с тем, чтобы они соответствовали ожиданиям инвесторов и чересчур оптимистичным прогнозам аналитиков с Уолл-стрит.

²³ *Administrative Proceeding, File № 3-9168, www.sec.gov*

А.Кобяков на Международном финансовом конгрессе указал на следующий пример технологии завышения корпорациями собственных результатов финансовой деятельности с целью формирования позитивного отношения инвесторов:

«Для завышения данных о росте прибыли в расчете на одну акцию компании активно использовали скупку собственных акций на фондовом рынке. Суть этой операции проста. Предположим, компания, 1 миллион акций которой свободно обращается на рынке, объявила о прибыли в миллион долларов. Таким образом, прибыль в расчете на акцию составила 1 доллар. Предположим теперь, что всю прибыль компания израсходовала на покупку собственных акций, текущая цена которых составляет 10 долларов. В результате на рынке останется 900 тысяч акций. И даже если прибыль компании в следующем году не изменится, в расчете на одну акцию она составит уже 1.11 доллара ($1000000 : 900000 = 1,11$). Однако большинство компаний не удовлетворялись таким «результатом». Низкая процентная ставка на кредит в банке позволяла им использовать для этих целей еще и кредитный рычаг. Иначе говоря, корпорации производили крупные эмиссии долговых обязательств, все средства от которых шли на скупку собственных акции на рынке, что позволяло им добиваться рекордных значений роста показателя прибыли в расчете на одну акцию».

Эти нехитрые операции были чрезвычайно широко распространены в 1990-е годы. Кроме того, существовали и другие ухищрения предприятий «новой экономики». Так, вместо увеличения зарплаты сотрудников, которое неизбежно в условиях низкой безработицы, корпорации щедро раздавали персоналу так называемые «опционы» на собственные акции рост курса которых давал прибавку к окладу и не влек увеличения собственных неизбежных издержек. Благодаря корпоративным слияниям, низкому проценту размещения ценных бумаг на открытом рынке и другим ухищрениям удавалось добиваться феноменальных дивидендов в расчете на одну акцию, что приводило к новому витку скупки акций²⁴.

Хочу привести еще один пример манипулирования информацией, рассмотренный Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам США в рамках Административного расследования.

5 января 2000г. Jonathan G. Lebed приобрел 18'000 акций компании Man Sang Holdings, Inc. по цене \$1 3/8 - \$2 за акцию. Объем торгов по данным акциям на 30 декабря 1999г.

составил 100 акций, а цена закрытия была \$1 1/8. 5 января 2000г. в результате действий Jonathan G. Lebed объем торгов уже составлял 60'700 акций, а цена закрытия поднялась на 11/16 и составила \$1 13/16. 5 января 2000г. в 23:46 Jonathan G. Lebed поместил сообщения на Yahoo!Finance message boards, уведомляющие инвесторов о том, что компания Man Sang Holdings, Inc. является самой недооцененной в истории, и котировки ее акций в скором будущем поднимутся до \$20. 6 января 2000г. в ответ на сообщения Jonathan G. Lebed объем торгов по акциям взлетел до 1'074'900, а максимальная цена за акцию за торговую сессию составила \$4 11/16. В этот день Jonathan G. Lebed реализовал весь имеющийся у него объем акций компании Man Sang Holdings, Inc. – 18'000 акций по цене \$3 13/16 - \$4 за акцию. Его чистая прибыль составила \$34'959. В этот период компании Man Sang Holdings, Inc. не делала никаких официальных заявлений, объясняющий увеличение объема торгов и цены акций.

3 недели спустя, Jonathan G. Lebed опять манипулировал ценами акций компании Man Sang Holdings, Inc. 27 января 2000г., в день покупки акций, он опять опубликовал сообщения о недооцененности компании (предвещая повышение котировок акций до \$20 за акцию). На следующий день – 28 января 2000г. объем торгов по акциям увеличился с 71'500 до 1'879'000 акций, а цена повысилась с \$2 1/4 до \$5 1/8. И цена и объем торгов составили наивысшее значение за 52 недели. Jonathan G. Lebed получил чистую прибыль в размере \$37'901. Подобные манипулятивные действия Jonathan G. Lebed совершал и с акциями других компаний.

Таким образом, действия являлись преднамеренным нарушением Section 17(a) Закона 1933г. и Section 10(b) Закона 1934г.

В качестве наказания Jonathan G. Lebed должен выплатить \$285'000 Казначейству США²⁵. Данный пример является далеко не единственным случаем манипулирования ценами с помощью информации, размещаемой на различных Интернет-сайтах.

Таким образом, хотя и законодательство США наиболее полно регулирует манипулятивные сделки на фондовом рынке, как будет рассмотрено в следующей главе, однако все равно данные действия распространены и на рынке ценных бумаг США.

²⁴ Cnews: Аналитика, 13 марта 2001г., Ложь стоимостью в триллионы долларов, www.cnews.ru

²⁵ Administrative Proceeding, File № 3-10291, www.sec.gov

*Следует также отметить, что все дела о расследованиях, предпринимаемых как Комиссией по ценным бумагам, так и НАСД (Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам, единственная саморегулируемая организация, созданная в соответствии с Законом 1934г.), получают публичную огласку (размещение на сайтах в Интернет), к данной информации имеет доступ любой желающий. Также Комиссия по ценным бумагам и биржам США публикует информацию о возможных видах манипулирования (например, манипулирование с помощью размещения ложной информации в Интернет, манипулирование акциями компаний *microcap*). Данные действия служат для предупреждения непрофессиональных инвесторов о возможных обманных схемах на фондовом рынке.*

*Также автор хочет обратить внимание на размер штрафов, накладываемых на манипуляторов в США. Например, в первом случае, при манипулировании акциями компании *Ecotyre Technologies, Inc.*, штраф составил \$374 тыс. с одного человека (в сумме 60% от полученной прибыли в результате махинации). Данные суммы совершенно не сопоставимы с \$3000 – максимальный штраф, который может наложить НАУФОР на своих членов при выявлении фактов манипуляции.*

2.3. Манипулирование на Российском фондовом рынке

2.3.1. Период становления российского рынка ценных бумаг (1993г. – 1997г.)

Манипулирование информацией

Зал РТСБ был построен таким образом, что от входа на биржу было видно световое табло, отображающее информацию о ходе торгов (цены и объемы последних сделок, максимальная и минимальная цены, зафиксированные в ходе торговой сессии, средняя цена сделок). В ходе биржевой сессии у биржи всегда находилась группа людей, которые отслеживали цену, отображаемую на световом табло, и периодически сообщали эту информацию своим партнерам по телефону, не заходя в зал биржи и не участвуя в торгах. Тогда игроки в зале биржи стали использовать такой прием. В начале торгов осуществлялась фиктивная сделка с большой партией ценных бумаг по завышенной или заниженной цене в зависимости от того, велась ли игра на повышение или понижение.

Полученное среднее значение цены отображалось на табло и дезинформировало стоявших снаружи брокеров. Искаженная информация о цене сделок уходила на внебиржевой рынок. При этом брокеры-профессионалы, зная реальное положение дел, умело использовали эту ситуацию в своих целях.

Манипулирование путем совершения манипулятивных сделок:

В ходе биржевой сессии участники проводили ряд фиктивных биржевых сделок по завышенной или заниженной цене в зависимости от того, на повышение или понижение играли они в тот день. В результате средняя цена, зафиксированная в ходе биржевой сессии в тот день, повышалась или понижалась. Затем полученное значение средней цены использовалось ими при работе на внебиржевом фондовом рынке. Наиболее грубо брокеры стали работать таким образом в январе 1993 г. В результате руководством РТСБ было принято решение об образовании котировальной комиссии, которая выявляла фиктивные сделки и данные этих сделок не использовала при определении котировочной цены. Когда стала работать котировальная комиссия, такой способ манипулирования ценой сделки перестал срабатывать. Тогда брокеры перешли к иным методам манипулирования ценой, например регистрации большого количества фиктивных сделок с немного завышенной (или заниженной) ценой²⁶.

1994-1995 гг. на площадке Центральной российской универсальной биржи с невиданной активностью торговались акции, а потом и билеты АО "МММ". Несколько торговцев, используя предварительную договоренность, недостатки голосовой торговли и наличие крупных пакетов этих "бумаг", регулярно загоняли курс на 100-200 % вверх, как только в зале появлялся потенциальный крупный покупатель, и, наоборот, валили его, когда на горизонте объявлялся продавец. Но это были манипуляторы низкого пошиба. Высший, по российским меркам, пилотаж манипулирования рынком демонстрировало само АО "МММ", которое, пользуясь недобросовестной рекламой и непрофессионализмом простых обывателей, способствовало повышению курса своих акций. Бум манипулирования пришелся на период подъема фондового рынка – 1995-1997гг., когда брокеры извлекали на свет божий акции молокозаводов и леспромхозов, раскручивали их и "сливали" доверчивым инвесторам. Но самым известным манипулятором, конечно, был "Газпром" (на рынке собственных акций), причем его "методики" опирались на

²⁶ *Киячков А.А., Чалдаева Л.А. "Рынок ценных бумаг и биржевое дело" – Москва: Юрист, 2000г., стр. 259-260*

постановления правительства. Достаточно вспомнить, что любой инвестор, желающий продать свои акции, должен был, по законодательству, сначала предложить их "Газпрому".

2.3.2. Манипулирование на российском рынке на современном этапе.

Рассматривая проблемы манипулирования на российском рынке ценных бумаг необходимо прежде всего отметить, что данные нарушения широко распространены и оказывают негативное воздействие на развитие рынка. Это подтверждается опросом, проведенным НАУФОР (Национальной Ассоциацией Участников фондового рынка) в 1999г. в Системе электронного сбора и раскрытия информации. С 1 февраля 1999 г. в блоке анкетирования были размещены вопросы, касающиеся оценки и прогноза общеэкономической ситуации в стране и ситуации на российском фондовом рынке на 1999г. Данный опрос был ориентирован на руководителей организаций или уполномоченных ими руководителей подразделений. Помимо прочих, был предложен к обсуждению вопрос: "Считаете ли вы, что манипулирование ценами и инсайдерская торговля широко распространены на российском рынке ценных бумаг?".

Около 60% участников считают, что манипулирование ценами и инсайдерская торговля широко распространены на российском рынке ценных бумаг и что противодействие манипулированию ценами и инсайдерской торговле со стороны организаторов торговли, СРО и государственных регулирующих органов окажет положительное влияние на развитие российского рынка ценных бумаг (38 % считают, что положительный эффект возможен только если в рамках борьбы с манипулированием не будут введены жесткие ограничения на совершение операций с ценными бумагами)²⁷.

Также в качестве примера, можно привести мнение Алексея Цыганок, вице-президента фондовой биржи РТС: "Нам как торговой системе открыта для внутреннего пользования информация о действиях участников рынка, и мы можем ее анализировать. Иногда возникает ощущение, что действительно имеет место факт манипуляции со стороны крупного участника, но это трудно доказать. Если же говорить о наших подозрениях, в среднем такие ситуации случаются каждые один-два месяца"²⁸.

Тем не менее, несмотря на единодушие профессиональных участников, сходящихся во мнении о распространенности манипулирования, практически нет конкретных примеров

²⁷ Анкета 1999г.: оценки, прогнозы, комментарии/ www.naufor.ru

таких случаев, доступных из широких источников. Пожалуй единственным описанным случаем, доступным из прессы, является пример манипулирования ценами на рынке ГКО: "7 мая 1996г. в последние секунды торговой сессии одному из дилеров удалось существенно (примерно на 10 процентных пунктов) снизить средневзвешенную цену ГКО 24 выпуска. Как следствие, значительная часть участников срочного рынка МЦФБ и Российской биржи, оперировавшая контрактами на цену указанного выпуска, понесла убытки, составившие ориентировочно 2.5млрд. руб. (неденоминированных)"²⁹

Однако достаточно трудно представить, что данный случай является единственным.

Прежде всего логичным было бы предположить, что, поскольку примеры манипулирования ценами не являются редкостью на зарубежных фондовых рынках, то они не будут редкостью и на нашем рынке.

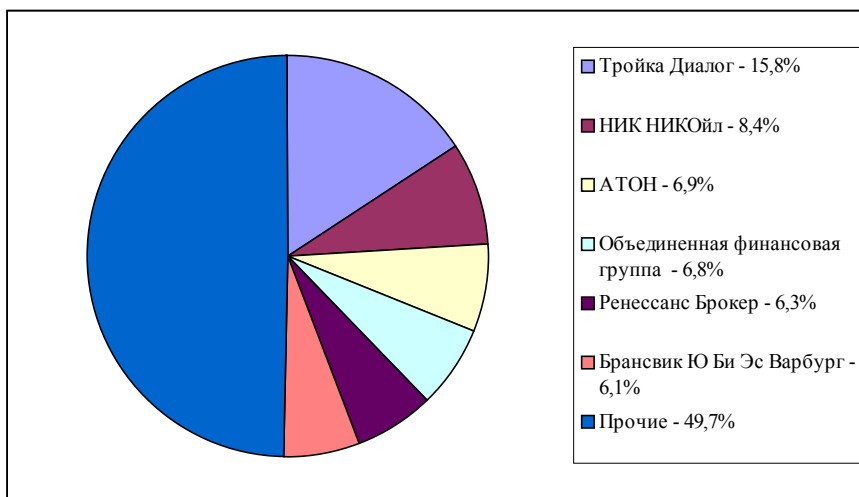
Например, если проанализировать данные об объемах подтвержденных сделок, заключенных в РТС за первый квартал 2001г., можно заметить, что при общем объеме сделок в \$2'270'242'565, половина (50,3%) их приходится на шесть участников торгов: Тройка Диалог (\$357'896'858), НИК НИКОйл (\$189'864'987), АТОН (\$156'948'817), Объединенная финансовая группа (\$155'136'403), Ренессанс Брокер (\$143'141'372), Брансвик Ю Би Эс Варбург (\$138'945'252) - все в сумме (\$1'141'933'693). При этом на долю первых двух участников приходится 24,1% объема всех сделок (\$547'761'846). (см. график 1)³⁰. Другими словами, можно говорить об олигополистическом характере рынка РТС, что предполагает само по себе возможность установления искусственного контроля за ценами, то есть манипулирования.

График 1. Участники торгов РТС (данные за 1-ый квартал 2001г.)

²⁸ "Так на цены никто не воздействует", интервью А.Цыганок, *Коммерсантъ*, №36, 28 февраля 2001г.

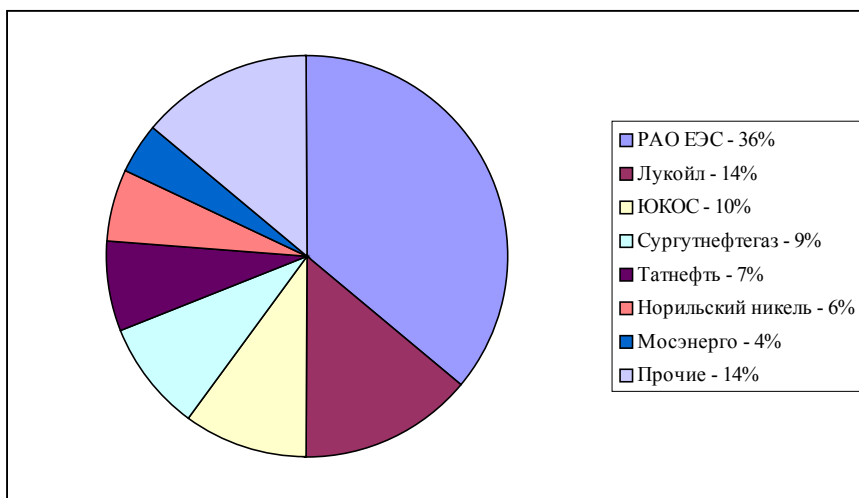
²⁹ ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг, *Банковское дело в Москве*, №4 (40), апрель 1998г.

³⁰ Информация о торгах, www.rts.ru



Если проанализировать структуру сделок РТС за 1-ый квартал в разрезе торгуемых бумаг, то можно увидеть, что 86% сделок приходится на 7 акций - РАО ЕЭС (36%), Лукойл (14%), ЮКОС (10%), Сургутнефтегаз (9%), Татнефть (7%), Норильский никель (6%), Мосэнерго (4%). Причем на долю первых трех эмитентов приходится 60% сделок³¹. Данные цифры свидетельствуют о том, что сделки сверхконцентрированы вокруг нескольких акций, что также способствует искусственному установлению цен на акции.

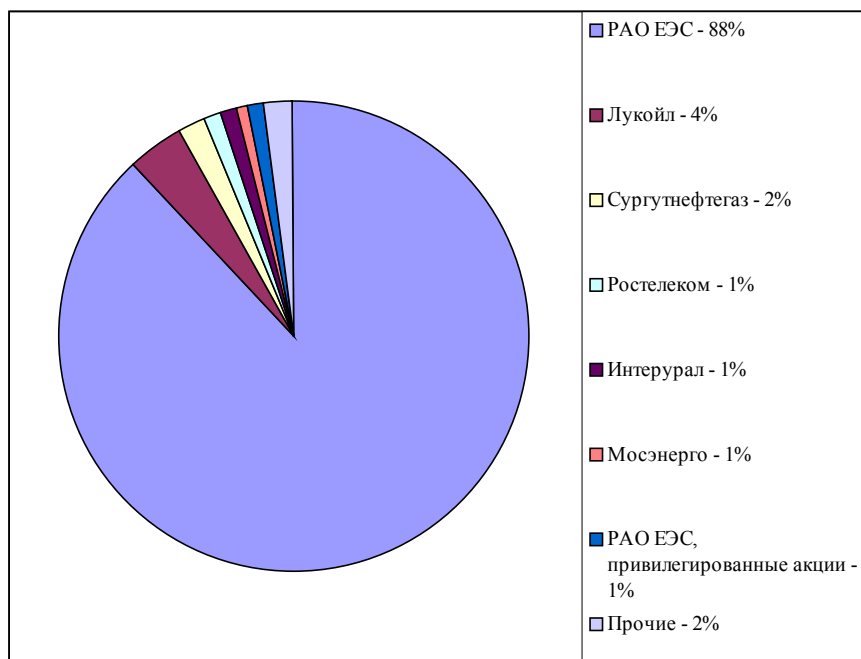
График 2. Акции, торгуемые в РТС (данные за 1-ый квартал 2001г.)



³¹ *Итоги торгов на РТС, www.skrin.ru*

Если же взять акции, торгуемые на ММВБ за тот же период (1-ый квартал 2001г.), то получим еще большую концентрацию сделок, а именно 88% сделок приходится на обыкновенные акции РАО ЕЭС³².

График 3. Акции, торгуемые на ММВБ (данные за 1-ый квартал 2001г.)



То есть, в качестве особенностей российского рынка можно выделить низкую ликвидность и мизерные обороты, которые позволяют стать манипулятором брокеру средней руки, имеющему всего-то несколько миллионов долларов, или, скажем, пятипроцентный пакет акций компании.

Виды манипулирования, применяемые в России, можно отобразить в виде следующей таблицы³³:

Вероятность применения на российском фондовом рынке	Виды манипулирования
Манипулирование информацией	
Высокая	Распространение/передача другим участникам информации или любых заявлений, которые с точки зрения времени и/или обстоятельств, при которых они были сделаны, являются ложными или вводящими в заблуждение других участников рынка и в отношении которых заявитель мог знать, что они являются ложными или вводящими в заблуждение

³² Итоги торгов на ММВБ, www.skrin.ru

³³ Я. Миркин, С.Лосев Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи, РЦБ 2000, №22, стр. 43-47

	Соккрытие или непредставление информации об эмитенте, ценной бумаге или состоянии рынка, которые могут привести к установлению искусственного контроля цен на ценные бумаги
Манипулирование сделками	
Высокая	Выставление спаренных ордеров по ценам, резко отличным от рыночных
	Совершение "продаж - отмывок"
	Осуществление (с участием или без участия других сторон) серий сделок с любой ценной бумагой, искусственно создающих активную торговлю с этой ценной бумагой с заданным движением цен, в том числе использование полномочий по счетам доверительного управления и клиентским брокерским счетам, а также "складирования" – совершения сделок репо с обратным выкупом акций по тем же фиксированным ценам
	Использование операций с крупными блоками, дестабилизирующими рынок
Низкая	Совершение сделок и выставление заявок по ценам, отличающимся рыночных, в периоды времени, задающие ценовой уровень (при открытии и закрытии торговли, в предторговый и последторговые периоды)
	Использование рынка срочных контрактов для искусственного воздействия на цену
Не используются	Корнеры
	Манипулирование предложением ценных бумаг (создание искусственного дефицита)
	Стабилизация вторичного рынка при выполнении функции андеррайтера

Хотелось бы более подробно рассмотреть конкретные случаи манипулирования. К сожалению, описанных случаев манипулирования нет, как было сказано выше. Но, анализируя котировки акций на различных фондовых биржах за различные периоды можно найти не мало примеров.

Рассмотрим торги на Московской фондовой бирже по обыкновенным акциям РАО ЕЭС за апрель 2001г. Как видно из нижеприведенной таблицы 1, 18 апреля цена закрытия уменьшилась на 18% по сравнению с предыдущим днем, а 19 апреля произошло увеличение цены закрытия на 38% при увеличении объема торгов более чем в 1,5 раза (на 57%), при том, что в остальные дни изменение цены закрытия не превышает 5-8%. Можно сделать вывод, что 18 апреля цена акций была искусственно понижена с целью покупки акций при более низкой цене, а 19 апреля искусственно завышена для продажи акций. Для таких колебаний не было никаких обоснованных причин, таких, как получение прибыли

или убытков компанией, структурные изменения в компании, объявлений о выплате дивидендов, влияние каких-либо политических или экономических событий и др. Вывод, что обыкновенные акции РАО ЕЭС в этот период времени были манипулируемы, подтверждает также и сравнение цены закрытия на данные ценные бумаги на Фондовой бирже МФБ с изменением цен закрытия на других фондовых биржах (РТС, ММВБ). Как видно из графика, на других фондовых биржах таких скачков не наблюдалось³⁴.

Таблица 1. Итоги торгов по обыкновенным акциям РАО ЕЭС на МФБ (данные за апрель 2001г.)

Дата	Объем торгов, \$	Ср.вз. цена, \$	Цена закрытия, \$	Изменение цены закрытия, %
02.04.01	51044	0,1	0,1	+0,45
03.04.01	54849	0,094	0,094	-5,97
04.04.01	44075	0,088	0,088	-6,39
05.04.01	47678	0,095	0,095	+8,26
06.04.01	51559	0,099	0,099	+4,22
09.04.01	61261	0,097	0,097	-2,13
10.04.01	71949	0,099	0,099	+1,74
11.04.01	50920	0,102	0,102	+2,91
12.04.01	72463	0,104	0,103	+1,63
13.04.01	51005	0,102	0,102	-1,44
16.04.01	50173	0,1	0,1	-1,63
17.04.01	49879	0,096	0,096	-4,42
18.04.01	54920	0,103	0,078	-18,28
19.04.01	86179	0,108	0,108	+37,62
20.04.01	56540	0,106	0,106	-1,45
23.04.01	49931	0,1	0,1	-6,09
24.04.01	65534	0,101	0,101	+1,01
25.04.01	51231	0,101	0,101	0
26.04.01	55779	0,103	0,103	+2,33
27.04.01	48683	0,109	0,109	+5,75

График 4. Изменение цены закрытия обыкновенных акций РАО ЕЭС на РТС, ММВБ и МФБ (данные за апрель 2001г.)

Возьмем итоги торгов по обыкновенным акциям Томскэнерго в РТС с 26 марта по 19 апреля. Как видно из таблицы 2, 13 апреля цена закрытия изменилась по сравнению с предыдущим днем торгов по данным акциям на 110%, что сопровождалось одновременным увеличением объема сделок примерно в 3 раза. Если посмотреть на

³⁴ Итоги торгов на МФБ, www.skrin.ru

количество сделок, то 13 апреля их было совершено 5, когда в остальные дни проводится не более 1-2 сделки³⁵.

Таблица 2. Итоги торгов по обыкновенным акциям Томскэнерго в РТС (данные с 26.03.01 по 19.04.01)

Дата	Объем торгов, \$	Кол-во сделок, шт.	Ср.вз. цена, \$	Цена закрытия, \$	Изменение цены закрытия, %
26.03.01	30000	2	0,005	0,005	-1,96
06.04.01	11325	1	0,005	0,005	0
13.04.01	31500	5	0,01	0,011	+110
19.04.01	15750	1	0,01	0,01	0

Как видно из рассмотренных примеров, во всех случаях наблюдается явный выброс значений изменения цен на акции отдельных эмитентов. Объяснить такие отклонения цен резким увеличением прибылей или убытков данной компании, какими-либо внутренними причинами формирования цен на эти акции не представляется возможным. Более того, если взять любой период времени, то можно утверждать с высокой долей вероятности, что такие всплески цен будут обнаружены.

Рассмотрим еще один пример - итоги торгов на РТС за последнюю декаду марта.

На фоне падения индекса РТС со значения 179 до 169 (см. график 5), можно выделить акции роста (см. таблицу 2)³⁶. При этом обоснованным рост является только у эмитента Норильский Никель (19 марта было объявлено, что с 23 марта начнется обмен акций РАО на акции ОАО "ГМК "Норильский никель" в соотношении 1:1, ГМК является основным производственным источником прибыли в структуре группы РАО, поэтому благодаря обмену у акционеров компании появится возможность получать дивиденды напрямую, непосредственно из прибыли главного производителя³⁷). Рост акций остальных компаний не обусловлен какими-либо внутренними причинами, что говорит об искусственном воздействии на цены, то есть манипулировании.

График 5. Изменение индекса РТС за период с 20 марта 2001г. до 30 марта 2001г.

Таблица 3. Акции роста на фоне падения индекса РТС (данные с 20.03.01 по 30.03.01)

³⁵ Итоги торгов на РТС, www.skrin.ru

³⁶ Итоги торгов на РТС, www.skrin.ru

³⁷ Новости от 19 марта, www.skrin.ru

Акции	Цена закрытия 30.03.01	Изменение цены закрытия по сравнению с 20.03.01
Объединенные заводы, об. акции	3,1	+24
Удмуртнефть, пр. акции	31	+17
Северсталь, об.акции	38,75	+16
Норильский никель, об. акции	12,55	+14
Норильский никель, пр. акции	12,15	+14

Рассмотрим также итоги торгов на ММВБ. При повышении индекса ММВБ со 164 пунктов до 178 пунктов с 5 апреля по 30 апреля 2001г. можно выделить акции понижения, которое, как и в предыдущем случае, не обусловлено какими-либо внутренними причинами (таблица 4)³⁸.

Таблица 4. Акции понижения на фоне роста индекса ММВБ (данные с 5.04.01 по 30.04.01)

Акции	Цена закрытия 28.04.01	Изменение цены закрытия по сравнению с 5.04.01
Ростовэнерго, об.акции	0,012	-29
Электросвязь Иркутской обл., пр. акции	0,204	-16
Славнефть-Мегионнефтегаз, об. акции	2,007	-11
Самараэнерго, об. акции	0,021	-13
Саратовэнерго, об. акции	0,004	-20

Этот ряд можно было бы продолжить, но я думаю, что этих данных вполне достаточно, чтобы наглядно продемонстрировать, что такие тенденции скачков цен на торгах весьма трудно объяснить с позиций рыночного формирования цен на акции. Эти изменения цен так и хочется объяснить, что кому-то из игроков на рынке выгодно иметь конкретную величину стоимости конкретной бумаги в конкретный период времени. В силу того, что, как уже было указано, объем проводимых торгов на рассмотренных биржах незначителен (объем торгов, например, на фондовом рынке США несопоставимо больше), то, как одно из возможных объяснений (хотя, разумеется, и не единственное) происходящего в описанных случаях, можно принять наличие искусственного контроля за ценами, что по определению является манипулированием.

Нижеследующий пример является примером манипулирования информацией на

российском фондовом рынке

В первой половине января 2001г. в некоторых изданиях появились публикации о том, что "Альфа-Эко" (одно из подразделений "Альфа-групп") собирается купить 25% пакет акций "Вымпелкома". Инициатором этих публикаций стала газета "Ведомости". Однако ни в пресс-службе сотового оператора, ни в "Альфа-Эко" подтвердить эту информацию не смогли. Данная информация, говорящая о появлении нового крупного инвестора компании привела к увеличению ADR Вымпелкома на Нью-Йоркской фондовой бирже на 16,7% (за период с 8 января по 12 января)³⁹.

Таким образом, рассматривая проблемы манипулирования на российском рынке ценных бумаг необходимо прежде всего отметить, что данные нарушения широко распространены и оказывают негативное воздействие на развитие рынка. Так 60% участников рынка считают, что манипулирование широко распространено на российском фондовом рынке, по мнению Алексея Цыганок, вице-президента фондовой биржи РТС, факты манипулирования на РТС случаются каждые один-два месяца.

Так как отсутствует судебная практика по рассмотрению фактов манипулирования, а описанных в прессе случаев мало, то в данном параграфе было проведено самостоятельное исследование фондового рынка, на основании которого можно сделать вывод о том, что российский рынок носит олигополистический характер – 50% торговых сделок проводятся 5 участниками рынка, а операции совершаются в основном по ценным бумагам 5-7 эмитентов. Рынок имеет низкую ликвидность и мизерные обороты, которые позволяют стать манипулятором брокеру средней руки, имеющему всего-то несколько миллионов долларов, или, скажем, пятипроцентный пакет акций компании. По мнению автора, факты манипулирования на российском рынке можно обнаружить значительно чаще, чем 1 раз за два месяца. Так, для исследования рынка периоды времени выбирались произвольно, и как видно на каждом из них были значительные скачки цен на торгах. Так как внутренних объяснений таким скачкам найти не удалось, то автор сделал предположения о том, что имело место манипулирование.

³⁸ Итоги торгов на ММВБ, www.skrin.ru

³⁹ Сnews: Главные новости, 15 января 2001г. Тайная покупка "Вымпелкома" – утка или PR- акция, www.cnews.ru

Глава 3. Государственные и негосударственные меры по ограничению манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг

3.1. Зарубежная практика регулирования манипулятивных сделок

Международное регулирование фондовых рынков

Как отмечалось выше, манипулирование на фондовом рынке подрывает основы его деятельности – равенство участников торговли в условиях честного ценообразования на финансовые активы и распределение финансовых ресурсов. С целью защиты профессиональных участников рынка и инвесторов от недобросовестной торговли, создания благоприятных условий для привлечения инвесторов на рынок и повышения управляемости рынком применяются различные меры по предотвращению манипулирования, как на уровне государства, так и на уровне международных организаций.

Сотрудничество между национальными регулятивными органами на фондовом рынке осуществляется в рамках Международной организации комиссий по ценным бумагам ИОСКО - International Organization of Securities Commissions (IOSCO). ИОСКО основана как межамериканская организация в 1974 г. В первые 10 лет своего существования ее деятельность сводилась к ежегодным конференциям. Решение о трансформации в организацию международного масштаба было принято в 1983 г., и первая ежегодная конференция, проведенная вне американского континента, состоялась в 1986 г. в Париже. Тогда же было принято решение о создании секретариата ИОСКО со штаб-квартирой в Монреале. Прошло еще несколько лет, прежде чем организация стала включать регулятивные органы всех основных стран. Например, Япония и Германия стали членами только в 1988 г. В 1995 г. членом ИОСКО стала Российская Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг⁴⁰. Членами ИОСКО являются регулятивные органы из 97 стран мира (речь идет об полных членах – ordinary members, в организацию также входят ассоциированные члены - associate members -регулятивные органы, выполняющие

⁴⁰ Б.Б. Рубцов *Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития*. М.: ФА, 2000г., стр. 221-222

вспомогательные функции, и аффилированные члены - affiliate members - саморегулируемые организации и торговые площадки)⁴¹.

Двумя основными функциональными комитетами выступают технический комитет (Technical Committee) и комитет по формирующимся рынкам (Emerging Markets Committee).

ИОСКО принято более 40 резолюций и заявлений (statements), в частности резолюция о мошенничестве на рынке ценных бумаг, принятая в октябре 1993г. (A resolution concerning transnational securities & futures fraud), устанавливает действия, которые должны предприниматься органами, контролирующими рынок ценных бумаг, с целью предотвращения мошенничества, к которому относится и манипулирование, на фондовом рынке:

1. Увеличение публикаций, информирующих непрофессиональных инвесторов о возможных мошеннических схемах;
2. Межстрановое сотрудничество в области обмена опытом по предотвращению незаконных действий на рынке ценных бумаг;
3. Обмен информацией о нарушениях законодательства на фондовых рынках различных стран;
4. Объединение усилий для выработки стандартов в области пресечения мошенничества на рынке ценных бумаг;
5. Взаимное оказание содействия в области регулирования.

Под данной резолюцией подписались 42 страны, среди которых США, Германия, Франция, Япония, Бразилия⁴².

Таким образом, ИОСКО предлагает общие нормы по предотвращению мошенничества. Более конкретно незаконные действия на рынке ценных бумаг регулируются на национальном уровне. В частности в странах, где фондовый рынок существует много лет, манипулирование законодательно определено и запрещено.

В разных странах, естественно, существуют свои подходы к решению проблемы манипулирования, но тем не менее общие принципы регулирования манипулятивных сделок схожи.

⁴¹ www.iosco.org

⁴² *A Resolution Concerning Transnational Securities and Futures Fraud, October 1993, www.iosco.org*

США

Наиболее полно данный вид нарушений регулируется законодательством США. Закон данной страны ставит под жесткий контроль манипулирование ценами на фондовом рынке.

Основной массив правил и норм, регулирующих манипулятивную практику, содержится в Securities Act of 1933 и в Securities Exchange Act of 1934.

Securities Act of 1933 Section 17 запрещает любому лицу:

6. использовать любое устройство, схему, или изобретение в мошеннических целях;
7. получать прибыль посредством распространения информации или любых заявлений, которые с точки зрения времени и/или обстоятельств, при которых они были сделаны, являются ложными или вводящими в заблуждение других участников рынка;
8. вовлекать в любые сделки или операции любые мошеннические схемы, которые приведут к обману покупателя.

Также данный раздел запрещает любому лицу распространять информацию любого вида, которая хотя и не призывает открыто к покупке/ продаже ценной бумаги, но дает ей какие-либо характеристики, полученные от участника рынка за вознаграждение⁴³.

Таким образом, раздел 17 закона 1933г. запрещает манипулирование в общей форме, как одного из видов мошенничества. Основной упор данного раздела делается на запрещение манипулирования информацией. На практике, при расследованиях по конкретным случаям манипулирования, всегда ссылаются на раздел 17 Закона 1933г., так как манипулятивные операции попадают под действие данного Закона как частный случай мошенничества.

Также запрещает манипулирование в общем на рынке ценных бумаг США Section 10 Securities Exchange Act of 1934. В данном разделе говорится о том, что любому лицу запрещается проводить операции с ценными бумагами, зарегистрированными на национальной бирже, влекущие за собой нарушение правил, предусмотренных Комиссией для защиты прав и интересов инвесторов. Также раздел 10 запрещает при покупке/ продаже любой ценной бумаги использовать манипулятивные или иные обманные действия, установленные законодательством США⁴⁴.

⁴³ Securities Act of 1933, Section 17

⁴⁴ Securities Exchange Act of 1934 Section 10

Аналогичное запрещение можно найти и в разделе 15 Securities Exchange Act of 1934, которое запрещает брокерам и дилерам любых ценных бумаг осуществлять сделки, побуждать к покупке/ продаже, а также делать попытки к такому побуждению посредством манипулятивных, обманных или других мошеннических инструментов и схем⁴⁵.

Запрещение конкретных практик манипулирования нашло свое отражение в Section 9 Securities Exchange Act of 1934.

Статья А данного раздела запрещает любому лицу прямо или косвенно совершать следующие действия:

9. Создавать видимую активность торговли ценной бумагой, зарегистрированной на национальной фондовой бирже посредством
 - a. сделок, не влекущих смены права собственности, то есть "продаж - отмывок" (wash sales);
 - b. введения приказов на покупку/ продажу со знанием того, что были/ будут отданы приказы на соответственно продажу/ покупку той же ценной бумаги по той же цене и на такой же объем в примерно то же время, то есть спаренных ордеров (matched orders).
2. Осуществлять (прямо или косвенно, с участием или без участия других сторон) серии сделок с любой ценной бумагой, создающие активную торговлю с этой бумагой или ее видимость, приводящие к росту или понижению курса этой бумаги с целью побудить других участников к покупке или продаже данной ценной бумаги.

Данная норма носит общий характер, так как ее действие распространяется на корнеры, пулы и иные манипулятивные стратегии, которые всегда основаны на совершении серийных сделок.
3. Побуждать к покупке/ продаже ценной бумаги, котирующейся на национальной фондовой бирже, или делать попытки к такому побуждению посредством распространения информации об увеличении или уменьшении курса данной ценной бумаги в результате действий одного или нескольких лиц.
10. Распространять информацию или делать любые заявления, которые с точки зрения времени и/или обстоятельств, при которых они были сделаны, являются ложными

⁴⁵ Securities Exchange Act of 1934 Section 15

или вводящими в заблуждение других участников рынка. Нормы 3 и 4 направлены на пресечение манипулирования информацией.

11. Осуществлять любые сделки с ценной бумагой с целью стабилизации ее курса, нарушающие нормы и правила, установленные Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам США. Данная норма разрешает стабилизацию в рамках законодательства.

Статья В запрещает совершение следующих действий, нарушающих нормы и правила, установленные Комиссией по ценным бумагам и биржам США:

12. совершение любых сделок со срочными инструментами (опционы call и put, straddle и другими срочными контрактами) без того, чтобы реально создавались обязательства по их выполнению, то есть фактически запрещается одновременная покупка встречных контрактов;
13. осуществлять сделки с ценными бумагами, на которые у лица, их приобретающего/ продающего, имеются любые срочные контракты, или побуждать к сделкам подобного рода.

Статья С запрещает любому члену национальной фондовой биржи прямо или косвенно гарантировать исполнение любого срочного контракта, нарушая при этом нормы и правила, установленные Комиссией по ценным бумагам и биржам США.

На практике статьи В пункт 2 и С запрещают “опционные пулы”, когда манипулятивная деятельность в отношении ценной бумаги разворачивалась после приобретения срочного контракта, который давал право на приобретение/ продажу ценной бумаги по заранее фиксированной цене.

Статья Е устанавливает гражданскую ответственность лиц, инициировавших манипулирование, так лица, которые купили/ продали ценные бумаги во время манипулятивных действий других участников рынка и понесли при этом убытки, могут предъявить иск в суд соответствующей компетенции с тем, чтобы возместить ущерб.

Статья G устанавливает право Комиссии на регулирование операций со срочными контрактами с целью предотвращения манипулирования, используя возможности срочного рынка.

Статья H возлагает на Комиссию ответственность по предписанию средств, направленных на воспрепятствование манипулированию ценами на рынке акций или значительном его сегменте, а также возлагает на Комиссию право по запрету или ограничению в течение

периода высокой волатильности рынка любой торговли ценной бумагой, которая, в соответствии с определением Комиссии, имеет значительное влияние на высокий уровень колебаний рынка, а также непосредственно вызывает такие колебания⁴⁶.

Таким образом, законы 1934г. и 1933г. ввели значительные ограничения на манипулятивные практики, прежде всего на биржевом рынке, а также определили законодательные основы контроля за рынком ценных бумаг. В рамках общего контроля за состоянием рынка осуществляется контроль за манипулятивной практикой. Как уже отмечалось, ответственность данного контроля возложена на Комиссию по ценным бумагам и биржам, а также на соответствующие комиссии и ведомства штатов.

Что же касается внебиржевого рынка, то Закон 1934 г., в том виде, в каком он был принят, не предусматривал какого-либо специального регулирования, он лишь оставлял за Комиссией по ценным бумагам и биржам право разработать те правила и положения, которые она сочтет необходимыми. В 1938 Закон был дополнен разделом 15 А, который называют законом Мэлони. Это дополнение требовало формирования саморегулируемого органа по управлению внебиржевым рынком, наделяемого полномочиями, аналогичными тем, которые имеют биржи на рынках котируемых ценных бумаг⁴⁷. До того времени единственными саморегулируемыми организациями, признанными Законом 1934 г. оставались сами биржи, и до сих пор существует только одна созданная в соответствии с первоначальным законом СРО, отличная от бирж – Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (НАСД).

НАСД в целях защиты прав инвесторов и в числе других своих регулятивных обязанностей осуществляет:

- a. наблюдение за рынками;
- b. расследование и применение мер принуждения к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, включая физических лиц, за нарушение законодательства по ценным бумагам и правил НАСД, включая применение дисциплинарных и денежных санкций.

В частности, НАСД при выполнении своих надзорных функций:

- c. осуществляет мониторинг торговли, поиск операций, совершенных с нарушениями требований закона. Имеется в виду совершение инсайдерских

⁴⁶ *Securities Exchange Act of 1934 Section 9*

⁴⁷ *Securities Exchange Act of 1934 Section 15A*

- сделок, торговля, направленная на манипулирование ценами, и др.
- d. создает постоянный обмен информацией и координирует усилия по выявлению кросс-рыночной манипулятивной торговли посредством группы по межрыночному наблюдению (Intermarket Surveillance Group);
 - e. осуществляет проверки профессиональных участников рынка на местах (проверка торговой практики, честности работы с клиентами, своевременности и точности отчетности по сделкам, выявление нарушений правил NASD, SEC и требований федерального законодательства). В частности, при проверке торговой практики оцениваются рекомендации клиентам, их правильность в результате конфликта интересов; заключение сделок, без получения должных полномочий от клиентов; справедливость комиссий; наличие излишней активности по клиентским счетам; мошенничество и манипулирование ценами.
 - f. раскрывает информацию о нарушениях, поддерживая базу данных об индивидуальных нарушениях (NASD's Central Registration Depository), доступную для регулятивных органов федерального и штатного уровня⁴⁸.

Таким образом, в США существует двухуровневая система надзора за рынком – регулирование на государственном уровне – Комиссия по ценным бумагам и биржам, и на негосударственном – саморегулируемые организации, прежде всего НАСД, и биржи, которые также рассматриваются как саморегулируемые организации. При этом регулирование на негосударственном уровне проходит в соответствии с правилами, устанавливаемыми Комиссией и под ее надзором, что позволяет говорить о целостности системы регулирования.

Как уже отмечалось, помимо манипулирования на вторичном рынке, манипулятивные сделки осуществляются также при первичном размещении ценных бумаг. К ним относится стабилизация в период первичного размещения. В рамках установленных правил, стабилизация на первичном рынке является разрешенной и регулируется Regulation M, выпущенным Комиссией по ценным бумагам и биржам США и введенным в действие с апреля 1997 г. (в рамках Securities Act of 1933 и Securities Exchange Act of 1934).

⁴⁸ www.nasd.com

Стабилизацией является размещение любой заявки на покупку, или осуществление любой покупки с целью закрепления, фиксации или поддержания иным способом курса ценной бумаги.

Стабилизация должна соответствовать основной цели - предупреждение или препятствование падению цен на вторичном рынке на ценную бумагу, размещаемую на первичном рынке. Стабилизация разрешена только в том случае, когда раскрывается информация о проводимой стабилизации. Только в этом случае будет сглажен негативный эффект от манипулирования с помощью стабилизации, рынок "будет знать", что проводится стабилизация и решения на рынке будут приниматься в условиях полной информированности. В связи с изложенным лица, осуществляющие стабилизацию, обязаны предварительно уведомить об этом организаторов рынка, лиц, через которых будут проводить стабилизацию (например, брокеров-дилеров), а также раскрыть информацию о планируемой стабилизации в проспекте эмиссии ценных бумаг.

Regulation M устанавливают правила установления цены при стабилизации и запрещают стабилизацию для целей манипулирования, а также при проведении публичного размещения "через рынок" (то есть по рыночным, а не фиксированным ценам).

Также запрещается проводить ряд операций в "ограничительный период времени" (время установления цены первичного размещения, вступления участника в процесс первичного размещения, а также моментом выхода участника из этого процесса):

- g. запрещение коротких продаж ценной бумаги непосредственно перед первичным размещением с тем, чтобы короткие продажи были покрыты покупкой ценных бумаг у андеррайтера при их первичном размещении. Подобные короткие продажи имеют манипулятивный характер, будучи способными привести к искусственному снижению цены первичного размещения;
- h. всем лицам, вовлеченным в процесс первичного размещения ценных бумаг, и эмитентам, а также аффилированным с ними лицам запрещается вводить заявки на покупку/ продажу ценных бумаг, по которым проводится первичное размещение, а также совершать сделки с данными ценными бумагами. Исключение составляют: а) активно торгуемые ценные бумаги (среднедневной объем сделок превышает \$1 млн.), так как цены на данные ценные бумаги корректируются рынком и манипулировать ими тяжело и

затратно, b) ценные бумаги, имеющие рейтинг хотя бы одного национально признанного агентства (долговые бумаги, привилегированные акции, облигации, обеспеченные активами), так как эти бумаги торгуются на основании их рейтинга и соответствующей доходности, что делает их трудно поддающимися манипулированию.

Также разрешается в "ограничительный период времени":

- i. подготовка и рассылка аналитической информации, относящейся к "обычному ходу ведения бизнеса";
- j. исполнение опционов, варрантов, прав, конверсионных привилегий, относящихся к ценной бумаге, являющейся объектом первичного размещения;
- k. совершение сделок с корзинами ценных бумаг, если размещаемая бумага составляет не более 5% стоимости корзины и в корзине не менее 20 ценных бумаг⁴⁹.

Факт манипулирования на американском фондовом рынке может признаваться как в судебном порядке, так и в рамках административных расследований, которые проводятся в рамках Комиссии по ценным бумагам и биржам США независимым судьей административного права, а также в рамках СРО. Административные санкции включают приостановку или аннулирование лицензии на брокерско-дилерскую деятельность, исключение из ассоциаций, а также штрафы и возвращение нелегально полученной прибыли. При судебном расследовании манипулятор, кроме всех выше перечисленных санкций, может быть также приговорен и к заключению⁵⁰.

Таким образом, рассматривая систему регулирования США, нельзя не отметить целостность данной системы, отсутствие противоречий между различными ведомствами и большую проработанность судебной практики.

Германия

На фондовом рынке Германии сложилась несколько иная, отличная от американской, система регулирования. Здесь основными надзорными органами являются Федеральное ведомство по надзору за операциями с ценными бумагами и Государственные земельные комиссариаты, осуществляющие надзор за операциями на биржах, поделенных по территориальному признаку. К примеру, Комиссариат земли Хессен, контролирующей

⁴⁹ *Regulation M, rule 101*

Франкфуртскую фондовую биржу осуществляет практически весь спектр надзорных функций - от выявления фактов нарушений законодательства до подготовки дел к слушанию в судах. Также в составе Франкфуртской фондовой биржи есть служба надзора, которая осуществляет функции контроля за работой биржевого механизма. В случае обнаружения нарушений законодательства или нормативных актов регулирующих органов служба надзора обязана немедленно информировать Комиссариат, предоставив все необходимые для расследования материалы и изложив свою оценку обстоятельств.

До начала 90-х годов в германском законодательстве не существовало ясных ограничений на манипулирование ценами и инсайдерскую торговлю. В США по данному поводу говорили, что в Германии не существует честного рынка. Ситуация изменилась после внесения соответствующих поправок в Законы об операциях с ценными бумагами и о биржевой деятельности в июле 1994 г. Закон 1994г. рассматривает некоторые биржевые правонарушения как уголовно наказуемые, которые могут караться в виде тюремного заключения сроком до 5 лет. После принятия данного закона на фондовом рынке Германии наблюдался приток международных капиталов, обусловленный, по мнению аналитиков, законодательной защитой инвесторов от рисков, связанных с манипулированием ценами и другими нарушениями⁵¹. В целом принятие данного закона действительно повысило степень прозрачности немецкого рынка. Особенно громких скандалов здесь не было, но были многочисленные случаи нарушений, которые приводили в итоге к уплате штрафов.

Франция

Регулятивная система Франции имеет сложную структуру, состоящую из нескольких звеньев, в той или иной степени подотчетных министерству экономики и финансов или связанных с ним.

Комиссия по биржевым операциям (Commission des operations de Bourse) - основной орган, в задачи которого входит защита интересов инвесторов, создана в 1967 г. Руководство возложено на правление, состоящее из 9 членов. Среди них лица, назначенные национальной ассамблеей, сенатом, экономическим и социальным советом, Банком Франции, представители профессиональных организаций. Комиссия осуществляет расследования, связанные с нарушением законодательства, и в необходимых случаях

⁵⁰ www.sec.gov

⁵¹ Э.Астанин, В.Салахутдинов *Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт, РЦБ №6, 1999г.*

обращается в верховный суд для получения разрешения на арест счетов или обыск. Обычно до таких мер дело не доходит. На нее возложен контроль за торговлей с использованием инсайдерской информации. В случае нарушения установленных ею правил Комиссия имеет право направлять материалы в прокуратуру или применять собственные санкции, в частности налагать штрафы. Председатель комиссии вправе от имени государства подавать иск в любой суд, кроме случаев уголовного правонарушения. Совет по финансовым рынкам (Conseil des Marchés Financiers) осуществляет общий надзор за деятельностью фирм по ценным бумагам - биржевых обществ. Также Совет разрабатывает общие правила, касающиеся операций с ценными бумагами. Свод этих правил, носящий название Генеральный регламент устанавливает нормативы для организаций, занимающихся операциями на фондовом рынке, правила листинга и исключения из него, правила поглощения компаний и содержит профессиональный кодекс поведения должностных лиц и служащих всех торговых посредников по ценным бумагам. В случае нарушения правил и норм, устанавливаемых Советом, он вправе применять дисциплинарные наказания.

Общество французских бирж – Парижская биржа имеет статус специализированного финансового учреждения. Парижская биржа отвечает за повседневное проведение торгов, в том числе осуществляет мониторинг совершаемых сделок с целью выявления фактов манипулирования и прочих нарушений законодательства. Согласно полномочиям, делегированным Советом по финансовым рынкам, Парижская биржа вправе приостанавливать торговлю любой ценной бумагой⁵².

Япония

Роль регулирующего органа на фондовом рынке Японии выполняет министерство финансов. При нем в июле 1992г. была создана Комиссия по ценным бумагам и биржам, в функции которой входит наблюдение и контроль за состоянием непосредственно на рынке. В отличие от Комиссии по ценным бумагам и биржам США, японская комиссия является аффилированным учреждением министерства финансов, которое осуществляет надзорные функции. Появление Комиссии было связано с кризисом на фондовом рынке Японии в 1990-1991гг., выявившим серьезные злоупотребления на рынке, манипулирование ценами и служебной внутренней информации. Таким образом,

⁵² Б.Б. Рубцов *Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: ФА, 2000г., стр. 210-211*

Комиссия призвана наблюдать за правильным поведением профессиональных участников, осуществлять мониторинг совершаемых сделок с целью выявления фактов манипулирования и прочих нарушений законодательства.

Также общий надзор над всей финансовой системой страны и, в частности, над фондовым рынком, осуществляет Агентство финансового надзора, созданное в 1998г. вне министерства финансов⁵³.

Манипулирование рынком является достаточно старой проблемой зарубежных фондовых рынков. Первое судебное дело по факту манипулирования было возбуждено в 1814г. в Великобритании.

Однако законодательство, предотвращающее манипулирование, было сформулировано только в 30-е гг., после Великой Депрессии, в США, где и получило наиболее полное регулирование. Законодательство в данной сфере в США освещает все виды манипулирования, детально рассматривая отдельные аспекты. Регулятивные меры носят целостный характер, в законодательстве отсутствуют противоречия между различными ведомствами.

В виду слабого развития российского законодательства в данной сфере, как будет рассмотрено в последующих параграфах главы, следует перенять часть практики у стран, где данная область права развита лучше, и имеется административная и судебная практика по рассмотрению фактов манипулирования.

3.2. Государственное регулирование манипулятивных практик в России.

Законы:

Как уже было рассмотрено в главе 1 российское законодательство о рынке ценных бумаг не дает четкого понятия манипулирования. В частности, Федеральный Закон от 22 апреля 1996г. №39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", регулирующий основные отношения на рынке ценных бумаг, дает понятие манипулирования лишь косвенно: "Профессиональные

⁵³ Б.Б. Рубцов *Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития.* М.: ФА, 2000г., стр. 216-217

участники рынка ценных бумаг не вправе манипулировать ценами на рынке ценных бумаг и принуждать к покупке или продаже ценных бумаг путем предоставления умышленно искаженной информации о ценных бумагах, эмитентах эмиссионных ценных бумаг, ценах на ценные бумаги, включая информацию, предоставленную в рекламе"⁵⁴. Данное определение не раскрывает понятия манипулирования, оно дает лишь косвенное раскрытие одного из видов манипулирования – манипулирование информацией.

В абзаце 11 ст.18 Закона РФ «О товарных биржах и биржевой торговле» дано следующее определение: «в биржевой торговле должны быть определены... меры по контролю над процессом ценообразования на бирже в целях недопущения резкого дневного повышения или понижения уровней цен, искусственного завышения или занижения цен, сговора или распространения ложных слухов с целью воздействия на цены»⁵⁵

Как видно из вышеприведенных примеров на уровне законов четкого определения манипулирования не дано.

Подзаконные акты:

Манипулированием ценами признаются действия участника (участников) торгов, в том числе объявление заявок на совершение сделок с ценными бумагами и (или) финансовыми инструментами, совершение сделок с ценными бумагами и (или) финансовыми инструментами, сторонами по которым является одно и то же лицо, которые привели или могли привести к дестабилизации рынков ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, в том числе к необусловленному объективными событиями, влияющими на рынок ценных бумаг, изменению цен спроса (предложения) ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, либо числа заявок (сделок)⁵⁶. В данном определении четко запрещается фактически только один вид манипулирования - кросс-сделки, ничего не говорится об остальных видах "продаж - отмывок", не приводится список действий, ведущих к дестабилизации рынка, не даются количественные характеристики изменений цен спроса и предложений, по которым можно было бы выявить манипулятивные сделки.

Также в Положении указывается на ответственность участников торгов, без указания конкретных санкций: "участники торгов, осуществляющие манипулирование ценами, несут ответственность в порядке, предусмотренном законодательством Российской

⁵⁴ *Федеральный Закон от 22 апреля 1996г. №39-ФЗ, ст.51 п.2*

⁵⁵ *Закон РФ от 20 февраля 1992г. №2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле", ст.18*

⁵⁶ *Постановление ФКЦБ от 16 ноября 1998 г. N 49 "Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг", ст.8, п.1*

Федерации и нормативными актами Федеральной комиссии." Также Постановление возлагает ответственность на организатора торговли по утверждению перечня мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами, включая описание системы контроля за объявлением заявок участников торгов в течение торговой сессии, а также ответственность за несоблюдение утвержденного им перечня мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами, в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации и нормативными актами Федеральной комиссии⁵⁷

Существует мнение специалистов ММВБ по поводу недостатков данного Положения, изложенное в письме, подготовленном к заседанию Совета торговых систем при ФКЦБ России, состоявшемся в феврале 2000г. По мнению ММВБ нецелесообразным является включение в Положение понятия «дестабилизация» рынков ценных бумаг, так как отсутствуют конкретные количественные показатели, позволяющие определить как вероятность воздействия на рынок, так и величину дестабилизации, к тому же манипулирование не обязательно может привести к дестабилизации рынка в целом, а вызвать негативные последствия у отдельных категорий участников, инвесторов, эмитентов и т.д.

Одновременно, эксперты биржи отмечают, что существующее определение не учитывает действий участников рынка, имитирующих повышенную ликвидность ценных бумаг и побуждающих инвесторов совершать действия, приводящие в конечном счете к убыткам⁵⁸.

Таким образом, Постановление №49 ФКЦБ России не является окончательной нормой, способной эффективно пресекать манипулирование. Отчасти это объясняется тем, что большая часть ответственности по предотвращению подобных действий возлагается на организаторов торговли, а Положение лишь устанавливает границы ответственности и общие подходы к определению манипулирования.

Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11 октября 1999 г. N 9 "Об утверждении Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации" запрещает брокерам, дилерам осуществлять

⁵⁷ *Постановление ФКЦБ от 16 ноября 1998 г. N 49 "Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг", ст.8, п.2,3*

манипулирования ценами на рынке ценных бумаг и понуждения к покупке или продаже ценных бумаг, в том числе посредством предоставления умышленно искаженной информации о ценных бумагах, эмитентах ценных бумаг, ценах на ценные бумаги, включая информацию, представленную в рекламе⁵⁹. Данное определение в точности копирует определение, данное в Федеральный Закон от 22 апреля 1996г. №39-ФЗ "О Рынке ценных бумаг", не внося в данную сферу ничего нового.

Наиболее полное определение манипулирования, а также виды манипулятивных сделок отражены в письмах ЦБР кредитным организациям – участникам рынка ценных бумаг.

Так, в Указании ЦБР от 7 июля 1999 г. N 603-У "О порядке осуществления внутреннего контроля за соответствием деятельности на финансовых рынках законодательству о финансовых рынках в кредитных организациях" дано следующее определение манипулирования:

Манипулированием ценами на рынке ценных бумаг признаются действия любого участника рынка ценных бумаг (группы участников), направленные на искусственное изменение курсовой цены финансового инструмента, приводящие к дестабилизации рынка ценных бумаг⁶⁰. Целью манипулирования является извлечение прибыли от операции с фондовым инструментом или получения иной выгоды⁶¹.

В письме ЦБР от 17 июня 1999 г. N 179-Т "О Методических рекомендациях по проверкам кредитных организаций - профессиональных участников рынка ценных бумаг" к манипулятивным действиям относят следующие:

1. формирование благоприятной для себя рыночной конъюнктуры путем оказания информационного давления на рынок (причем распространение указанной информации может как попадать непосредственно под признаки нарушения законодательства – недобросовестная реклама, так и непосредственно не являться нарушением законодательства – публикация сотрудниками кредитной организации

⁵⁸ 7-ая международная выставка "Банковские и корпоративные системы, 98", февраль 1998г., Тезисы к докладу на тему: "Организация надзора на финансовых рынках ММВБ с использованием системы SMARTS" – www.micex.ru

⁵⁹ Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11 октября 1999 г. N 9 "Об утверждении Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации", ст.2, п.1

⁶⁰ Указание ЦБР от 7 июля 1999 г. N 603-У "О порядке осуществления внутреннего контроля за соответствием деятельности на финансовых рынках законодательству о финансовых рынках в кредитных организациях", ст.4, п.1

⁶¹ Письмо ЦБР от 17 июня 1999 г. N 179-Т "О Методических рекомендациях по проверкам кредитных организаций - профессиональных участников рынка ценных бумаг", ст.5, п.5.4.2.

статей о состоянии и перспективах, тенденциях развития рынка того или иного инструмента, финансовых прогнозов);

2. демонстрация фиктивной повышательной или понижательной тенденции или ложного впечатления ликвидности, а именно проведение сделок, в которых обеими сторонами по сделке выступает профессиональный участник рынка ценных бумаг, действующий от своего имени и за свой счет, как в качестве продавца, так и в качестве покупателя (включая операции с собственными филиалами, а также с подставными фирмами). Указанное относится также к сделкам инвестора, который обслуживается профессиональным участником рынка ценных бумаг, осуществляющим брокерскую деятельность. В письме ЦБР от 10 августа 1998 г. N 03-34-3/3320 "Об операциях Дилеров на рынке ГКО-ОФЗ, содержащих признаки нарушений законодательства о рынке ценных бумаг" данные действия рассматриваются как не порождающие гражданских прав и обязанностей и не влекущие правовых последствий⁶².

Также возможны операции, осуществляемые между клиентами кредитной организации. В этом случае кредитная организация выступает брокером и депозитарием для своих клиентов. Один из клиентов дает поручение на продажу бумаг по завышенной цене, а другой на покупку по такой же цене. При этом денежные расчеты осуществляются внутри баланса самой кредитной организации, переводы между счетами депо, ведущимися данной кредитной организацией в качестве депозитария, не затрагивают данные в системе ведения реестра, поскольку кредитная организация является номинальным держателем. После чего проводится обратная операция, которая направлена на "возвращение" приобретенного пакета ценных бумаг прежнему владельцу, при этом она, как правило, проводится через другого организатора торгов.

3. Изменение рыночных цен в пользу кредитной организации:
 - а. одновременное выставление поручений на покупку и продажу ценных бумаг на организованном рынке по ценам, явно отличным от рыночных, с целью изменения рыночных цен в свою пользу или с целью извлечения другой выгоды;

⁶² Письмо ЦБР от 10 августа 1998 г. N 03-34-3/3320 "Об операциях Дилеров на рынке ГКО-ОФЗ, содержащих признаки нарушений законодательства о рынке ценных бумаг", ст.2

- b. сговор двух или нескольких участников торгов или их сотрудников о покупке/продаже на организованном рынке ценных бумаг по ценам, явно отличным от рыночных;
- c. совершение разовой купли/продажи крупных пакетов ценных бумаг, в результате которой цена последних сделок и рыночная цена ценных бумаг оказываются завышенными на несколько процентов. Причем ЦБР признает данные сделки законными, если они были совершены с предварительным согласованием с агентом по данному инструменту плана совершения операции (сделки), предотвращающего возможную дестабилизацию рынка, и получением соответствующего разрешения⁶³.

Одним из достоинств данных указаний ЦБР можно выделить полное рассмотрение сделок, направленных на "раскачивание" рынка, включая схемы данных манипуляций.

Однако и данное регулирование имеет свои недостатки, а именно:

- d. определение манипулирования дано не полностью, нет количественных показателей, на основании которых можно считать, что результатом манипулятивных действий участника является дестабилизация рынка;
- e. цели манипулирования указаны не четко, то есть прописана только одна задача манипулирования, а не его цель – получение прибыли, хотя как было рассмотрено в главе 1 существует 3 цели манипулирования – повышение курса ценной бумаги, его стабилизация и понижение курса ценной бумаги, что в конечном итоге приводит к получению прибыли манипулятором или избежанию убытков;
- f. как указано в письме ЦБР манипулирование информацией может как попадать под признаки нарушения законодательства о рекламе, так и не попадать под них. Хотя в письме ЦБР приводится и закрытый перечень публикуемой информации, не являющийся нарушением требований законодательства, он недостаточно полный (например, не дано определение аналитической статьи);

⁶³ Письмо ЦБР от 17 июня 1999 г. N 179-Т "О Методических рекомендациях по проверкам кредитных организаций - профессиональных участников рынка ценных бумаг", Раздел "вопросы-комментарии"

- g. в письме ЦБР и запрещаются различные виды "продаж - отмывок" (в отличие от всех других законов, где рассматриваются только "кросс-сделки"), однако не рассмотрено понятие аффилированного лица;
- h. не рассматриваются корнеры.

Факт манипулирования на рынке ценных бумаг признается в судебном порядке, в то время как, например, в США факт манипулирования может быть признан в административном порядке Комиссией по рынку ценных бумаг и биржам США, а также саморегулируемыми организациями США (например НАСД), что является более легкой и быстрой процедурой расследования.

Что касается мер наказания, применяемым к манипуляторам, то на уровне государственного регулирования манипулятивных сделок можно выделить следующие санкции:

- i. приостановление или аннулирование лицензии⁶⁴;
- j. наложение штрафов⁶⁵.

Также во всех нормативных актах регулирующих манипулирование прописана общая отсылочная норма о том, что лица, допустившие манипулятивные действия, несут ответственность в случаях и порядке, предусмотренном гражданским, административным или уголовным законодательством Российской Федерации. Однако в УК РФ, в отличие от уголовных законов других стран (например, Criminal Act of Canada), не содержится специального наказания за ценовое манипулирование. В известных случаях подобные правонарушения можно подвести под действие положений ст.165 "Причинение имущественного ущерба путем обмана или злоупотребления доверием", ст.178 "Монополистические действия и ограничение конкуренции", ст.182 "Заведомо ложная реклама", ст.204 "Коммерческий подкуп" и некоторых других статей УК РФ⁶⁶.

⁶⁴ Федеральный Закон от 22 апреля 1996г. №39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", ст.51

⁶⁵ Закон РФ от 20 февраля 1992г. №2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле", ст.36

⁶⁶ Н.Б.Шеленкова Биржевые правонарушения, Законодательство №2-3, 1998г.

3.3. Негосударственные меры воздействия на манипулирование.

3.3.1. Меры Саморегулируемых организаций

Государственное регулирование деятельности профессиональных участников на фондовом рынке дополняется системой саморегулирования рынка. В соответствии с Законом "О рынке ценных бумаг" под саморегулируемой организацией понимается "...добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, функционирующее на принципах некоммерческой организации"⁶⁷. СРО учреждаются для обеспечения профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами СРО, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг. Постановление ФКЦБ от 1 июля 1997 г. N 24 "Об утверждении Положения о саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг и Положения о лицензировании саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг" определяет, что внутренние документы СРО, помимо прочих документов, должны содержать правила, ограничивающие манипулирование ценами⁶⁸.

Из двух СРО (НФА – Национальная фондовая ассоциация, НАУФОР – Национальная Ассоциация участников фондового рынка), объединяющих в себе брокеров дилеров и доверительных управляющих, наиболее полно рассмотрены меры по ограничению манипулятивных сделок НФА.

НФА определяет манипулирование как действия, приводящие к дестабилизации рынка ценных бумаг, имеющие целью ввод в заблуждение прочих участников рынка.

Манипулятивные действия подразделяются на:

4. действия, совершаемые с прямым умыслом, то есть непосредственное манипулирование;

⁶⁷ Федеральный Закон от 22 апреля 1996г. №39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", ст.48

⁶⁸ Постановление ФКЦБ от 1 июля 1997 г. N 24 "Об утверждении Положения о саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг и Положения о лицензировании саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг", ст.3, п. 3.3.3.

5. действия, совершаемые с косвенным умыслом (например, при операциях с большими объемами.

Тем не менее манипулирование ценами признается Положением подлежащим наказанию нарушением вне зависимости от мотивов совершившего его участника (группы участников)⁶⁹.

Положение устанавливает запрет для любого члена Ассоциации использовать следующие манипулятивные средства:

6. ?????????????? ??????, ?? ?????????????? ? ?????? ?????????????????/????????????????????????????? , ? ??? ?????? ?? ?????? ?????????????? ??????????

7. ?????????????????/????????????? ?????? ?????????????? ?????????????? ? ?????????????? ?????????? ?? ?????????????? ?????? ?????????? ?????? ? ?????? ? ?????????????????? ?????????????? ?????????????? ??? ?????????????? ?????????? ??, ? ?????? ??????????????, ?????????????? ? ?????????????????? ?????????? ?????????????????? ??????;

8. ?????????????????? ??????????, ?????????????????? ?? "????????????????? ??????":
- ????????????????????? ?????????????? ?????? ?????????????????? (?? ?????????????? ? ??????????) ??????/????????? ?????????? (?????????, ?????????????) ? ?????????? ??????????, ?????????????? ?????????? ?????????? (????????????, ??? ?????????????? ? ?????????????? ?????????????, ? ?????????????????????? ? ?????????????????????? ?????????? ? ?.);
- ????????????????????? ?????? ?????????????? ? ?????????????? ?????????????? ?????????? ?????? (????? ?????????????????????, ??? ? ?????????????????, ? ??? ?????? ?????????????????????? ? ?????????????????????? ??????????????????) ??? ?????????????????????????????????? ?????????????????? ?? ?? ??????; ?????????????? ?????????????? ? ?????????? ?????????????? ? ?????????????????? ??????????????????, ?????????????????????????? ??? ?????? ?????????????????? ?????????????????????? ?????????????????? ??????????????????????, ? ?????? ?????????????????? ?????????????????????? ??????????????????;

9. ?????????????????? ?????????????????, ?????????????????? ? ?????????????? ??????, ?????????????????????? ?????????????????? ?????????????? ?????? (????????? ?????????????, ?????????????????????, ?????????????????????? ? ?.), ??? ?????????????????????????????? ?????????????????????? ?? ??? ??????⁷⁰.

????? ? ? ??? ? ? ?????? ???? ?????????????? ???????? ?????????????????????? ????????
????????, ???????? ?????????? ?????????? ?????????????????? ? ?????????????? ??? ??????.
????????????? ?? ??? – ?????????????????????, ??????????????, ?????????????? ??????????
????????????, - ??? ?????????????? ??????????????????, ??? ?????? ?????????????? ?? ??????
????????????????? ?????????????????????? ?? ?????? ??????? ??????, ? ?????? ?? ??????
????????????????? ?????????????????????? ?????????? ?? ?????????????? ??????????
(????????????????????????? ?????????? ??????? ?????????????? ?? ?????????????? ???????
?????????, ?????????????????? ?????????????????????? ??????).
????????????? ?????????????????? ?????????????? ??????????, ??????????????????????
????????????????????????? ???????, ?????????????????????? ?????????????????????????? ? ??????????????????
????????????? ??????? ?????? ???????, ?????? ???????, ??????? ??????????????????????
????????????????????? ??????????.

Приложение 4 к Кодексу ответственности и дисциплинарных мер "Положение о дисциплинарных мерах (санкциях) и их применении" НФА предполагает следующие виды ответственности при обнаружении факта манипулирования:

- a. предупреждение;
- b. обращение в инфраструктурные органы;
- c. обращение в государственные органы⁷¹.

В то время как НАУФОР устанавливает другие меры ответственности при установлении факта манипулирования на рынке ценных бумаг:

- d. ?????????? ?????????, ??? ?????????????????? ?????????????? ??????? ?????????????????????
????????? ??? ??????? ?????????????? ?? 50 ?? 500 ?????? ??? ?????????????? ??????????????
????????????????????????? ??????? ??????? ?????????????? ?? 100 ?? 1000 ?????;
- e. ?????????????? ?? ??????? ??????? (????????????? ?????????????? ??????????????)⁷².

⁶⁹ Приложение №1 к Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке Положение об основных требованиях к профессиональному Участнику на фондовом рынке, НФА раздел 8, п.2
⁷⁰ Приложение №1 к Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке Положение об основных требованиях к профессиональному Участнику на фондовом рынке, НФА раздел 8, п.8.5
⁷¹ Приложение №4 к Кодексу ответственности и дисциплинарных мер Положение о дисциплинарных мерах (санкциях) и их применении НФА, п.3.2.
⁷² Дисциплинарный кодекс НАУФОР, ст.60-61

???????? ?????????, ??? ????????? ????????? ?????????, ????????????????????? ?????????
???????????????? ????? 3000 ????????????? ?????, ??? ?? ????????????????????? ????????????? ?????
??
????????????????, ? ?????? ?????? ?????????? ??? ?????????????????? ?? ?????????? ?? ??????????
???????????????? ?????????, ??? ??? ?????? ???
????????????? ? ??? (?? ?????? ???
????????? ?????? ?????? ???).

?????? ??? ?????? ?? ???, ??? ???
??, ???
??.

??? ???, ???
??? ?????????????????? ? ???, ?? ?????????
??.
?????? ??? ???
?????????.

3.3.2. Регулирование, осуществляемое организаторами торговли.

Для получения лицензии фондовой биржи соискатель, коме прочих документов, должен также подать в ФКЦБ документ, содержащий перечень мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами⁷³. Таким образом, документация бирж обязана содержать правила, ограничивающие манипулирование ценами.

?? (????????????????
??), ??? (????????????????????
??):

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

которые привели или могли привести к дестабилизации рынков ценных бумаг и/или финансовых инструментов, в том числе к необусловленному объективными событиями, влияющими на рынок ценных бумаг, изменению цен спроса/предложения ценных бумаг и/или финансовых инструментов, либо числа заявок/сделок"⁷⁴.

Данное определение повторяет определение, данное в Постановлении ФКЦБ №49. Как уже было сказано оно достаточно расплывчато, а также под манипулирование в нем понимается только манипулирование, основанное на совершении манипулятивных сделок, не говорится ничего о манипулировании информацией.

На всех биржах под манипулятивными действиями понимаются действия, приводящие к дестабилизации рынка, что проявляется в отклонении средневзвешенной цены ценной бумаги, цены открытия, цены закрытия, сводного фондового индекса от объективных значений. Исключение составляет ФБСП, в нормативных документах которой к манипулятивным действиям относятся следующие:

- f. сделки с ценными бумагами и/или финансовыми инструментами, сторонами по которым выступает одно и то же лицо (кросс-сделки);
- g. сделки по скупке-продаже ценных бумаг одним лицом непосредственно или через подставных лиц, имеющие своей целью оказать влияние на динамику цен;
- h. любые согласованные действия участников биржевой торговли, которые имеют своей целью или могут привести к дестабилизации рынков ценных бумаг и/или финансовых инструментов (сговор);
- i. распространение ложных слухов, которые могут привести к искусственному изменению конъюнктуры⁷⁵.

То есть на ФБСП речь идет не только о манипулировании, путем совершения манипулятивных сделок, но также и о манипулировании информацией. Следует отметить, что данный перечень действий полностью охватывает все виды манипулирования, а именно – сделки, создающие видимую активность на рынке, искусственное воздействие на цены, корнеры и манипулирование информацией.

⁷³ Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 15 августа 2000 г. N 10 "Об утверждении Порядка лицензирования отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации", ст.11 п.е

⁷⁴ Перечень мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами на МФБ, ст.1, п.1

⁷⁵ Перечень мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами Некоммерческого партнерства "Фондовая биржа "Санкт-Петербург", ст.8

На всех биржах содержатся меры по предотвращению манипулирования. К ним относятся:

10. Ценовые ограничения заявок (РТС – превышение более чем на 10% лучшей цены по данной ценной бумаге на покупку/продажу, выставленную в торговой системе на момент заключения сделки, ММВБ – отклонение от текущей средневзвешенной цены на величину свыше 15% при торгах по ценным бумагам, включенным в Котировальный лист ММВБ 1 уровня, свыше 20% в Котировальный лист ММВБ 2 уровня, и свыше 25% при торгах без включения в Котировальные листы ММВБ)

К ценовым ограничениям можно отнести следующие параметры:

- a. Отклонение цены сделки к предыдущей;
 - b. Отклонение цены открытия к цене закрытия предыдущего дня;
 - c. Отклонение цены сделки к цене открытия;
 - d. Отклонение цены сделки от средневзвешенной цены;
11. Ограничения заявок по объему (РТС – превышении 100 тыс. долларов США, СПВБ (Санкт-Петербургская валютная биржа) - превышение на 100% над средним объемом сделки торгов за последние 30 торговых дней и более 300 тыс. руб.)
 12. Контроль за фондовым индексом;
 13. Запрещение кросс-сделок;
 14. Запрет на аннулирование сделок с целью предотвращения "мнимых сделок";
 15. Проведение торговой сессии ценными бумагами с полным покрытием, исключающим возможность выставления необеспеченных заявок и заключение необеспеченных сделок;
 16. Остановка торгов по ценным бумагам при превышении значения фондового индекса допустимого значения.

Интересным является тот факт, что на МФБ и ЕФБ разрешается манипулирование в период стабилизации (период со дня начала размещения ценной бумаги до дня завершения размещения). В данном случае разрешаются действия, направленные на поддержание спроса на ценную бумагу, а также отклонение цен заявок до 15% от средневзвешенной цены (во всех остальных случаях ограничение устанавливается на

уровне 5-10% в зависимости от уровня Котировального листа). Стабилизация разрешена только в том случае, если участники торгов проинформированы об этом⁷⁶.

Биржи применяют следующие санкции к участнику торгов при установлении факта манипулирования:

17. Наложение штрафа (МФБ - 1000 долларов США за первый установленный факт манипулирования, размер штрафа увеличивается на 50% за каждое повторное нарушение, но не свыше 10000 долларов США);
18. Приостановка допуска к торгам;
19. Исключение из членов биржи.

А также участники торгов, осуществляющие манипулирование ценами, несут ответственность в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации и нормативными актами ФКЦБ.

О фактах манипулирования ценами биржа сообщает в соответствующие регулирующие органы, а также может распространить информацию в СМИ⁷⁷.

Таким образом, в российском законодательстве, как на уровне законов, так и на уровне подзаконных актов, отсутствует корректное определение манипулирования, содержащее все его виды. Законодательство не дает количественных показателей, на основании которых можно сделать вывод о манипулятивных действиях на фондовом рынке. На государственном уровне регулирования устанавливается лишь обязательство для СРО и бирж прописать перечень мер по ограничению манипулятивных сделок, а также установить санкции для нарушителей.

Что касается негосударственных мер по регулированию манипулятивных сделок, то и саморегулируемые организации и торговые площадки достаточно четко и подробно рассматривают виды манипулятивных сделок. Биржи также приводят перечень количественных показателей, на основании которых сделки можно причислить к манипулятивным. Однако санкции, налагаемые при установлении факта манипулирования, не представляются достаточно серьезными, так, например, максимальный штраф НАУФОР составляет около 3000 долларов США, что не является

⁷⁶ Положение о предотвращении манипулирования ценами на Екатеринбургской фондовой бирже, ст.10,12

⁷⁷ Положение о предотвращении манипулирования ценами на Екатеринбургской фондовой бирже, ст.16

достаточно строгой мерой для профессиональных участников рынка с оборотами в несколько миллионов долларов, а также такая санкция как исключение из членов СРО не представляется серьезным, так как ФКЦБ отменила постановление об обязательном членстве в СРО (то есть лицензию на профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг можно получить и без ходатайства организации).

Факт манипулирования на рынке ценных бумаг признается в судебном порядке, в то время как, например, в США факт манипулирования может быть признан в административном порядке Комиссией по рынку ценных бумаг и биржам США, а также саморегулируемыми организациями США (например НАСД), что является более легкой и быстрой процедурой расследования.

Автоматизированные системы контроля и мониторинга на фондовом рынке

1. Основы функционирования систем, отслеживающих манипулятивные сделки на рынке ценных бумаг.

Одной из особенностей деятельности по пресечению манипулирования на рынке ценных бумаг является необходимость в относительно короткие сроки проанализировать и дать оценку значительным информационным потокам. Указанная деятельность включает в себя ежеминутный мониторинг и оценку текущих событий на рынке.

Естественно, что для осуществления подобных задач требуется применение современных информационных систем.

Автоматизированный контроль за фондовым рынком является общепринятой практикой, и вопросам его поддержания и развития уделяется пристальное внимание. Для этих целей в рамках саморегулируемых организаций и бирж различных стран создаются специализированные подразделения надзора. В среднем штатная численность подразделений надзора составляет 5-7% от общего количества сотрудников биржи, а бюджет - от 5 до 50 млн. долларов США в год⁷⁸. По имеющимся сведениям, системы надзора функционируют на Нью-Йоркской, Лондонской, Стокгольмской, Джакартской, Австралийской фондовых биржах, в NASDAQ и на других крупных торговых площадках мира.

⁷⁸ Э.Астанин, В.Салахутдинов ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг, Банковское дело в Москве, №4 (40), апрель 1998г.

В настоящее время разработаны различные методы автоматизированного контроля и мониторинга рынка. В тоже время, ни один из разработанных методов не позволяет в полной степени обеспечить полный контроль за недобросовестной деятельностью на рынке ценных бумаг.

Следует особо отметить, что каждый из методов автоматизированного контроля и мониторинга обладает значительной спецификой. Значительные различия названных систем объясняются тем, что разработка систем осуществлялась в рамках торговых площадок. Кроме того, разработка указанных систем осуществлялась в условиях секретности, поскольку, по мнению разработчиков, открытый доступ к информации о принципах деятельности систем контроля и мониторинга делает системы менее эффективными.

Автоматизированные системы контроля и мониторинга состоят из двух функциональных частей:

20. Сигнальной системы, регистрирующей нестандартные сделки - отклонения цены и объема сделки на заданные параметры от среднерыночных, а также необычные изменения в поведении участников рынка в течение торговой сессии.

21. Информационно – аналитической системы, призванной помочь экспертам интерпретировать полученные сигналы и принять решение о начале расследования по факту манипулирования ценами или инсайдерской торговле.

Сигнальная часть системы может быть создана на основе трех основных технологий:

22. Система регистрации простых отклонений (Rule based system). Данная система основана на том, что устанавливаются некие критерии отклонения цены и объема сделки или заявки, при превышении которых сделка будет отнесена в разряд нестандартных, и соответственно вызовет подозрения специалистов, ведущих наблюдение за рынком.

В качестве недостатка данной системы можно отметить то, что она предполагает огромную работу по анализу и сортировке полученных отклонений. Это снижает оперативность контрольной службы и обуславливает необходимость содержать большой штат аналитиков. Также при использовании данной системы существует большая вероятность ложных срабатываний, то есть выдачи сигналов в случаях, когда не требуется вмешательства со стороны службы контроля. Данные системы применяются, насколько известно, на Австралийской, Франкфуртской и на других фондовых биржах.

23. Системы, использующие принципы статистического анализа (Statistical rule based systems). Данные системы помимо критериев отклонения используют статистические методы. Такие системы позволяют корректно учитывать внутрисуточные колебания. Также данные системы позволяют отслеживать события, когда отдельные критерии не выходят за ограниченные рамки, а их совокупность является манипулированием, например пулы⁷⁹.

Системы, основанные на принципах статистического анализа используются в NASDAQ – The Stock Watch and Auto-mated Tracking system (SWAT) и Research and Data Analysis Repository System (RADAR). SWAT позволяет отслеживать каждую сделку, совершенную на рынке, в режиме реального времени, а также с какого конкретного терминала были введены заявки. Каждая ценная бумага при данном надзоре имеет свои количественные характеристики, включая объем, ценовую колеблемость, рыночную активность. Когда система засекает какие-либо отклонения, информация поступает к специалистам службы надзора NASDAQ, которые приступают к поискам информации, которая повлияла на данное движение рынка (необъявленные корпоративные события, особо заинтересованные в данном движении цен инвесторы). Также в системе идет постоянное автоматическое наблюдение за активностью на фондовом рынке, проверяется законность совершаемых операций, отслеживаются такие отклонения, как кросс-сделки и заявки на ценные бумаги, при которых цена спроса превышает цену предложения, проверяется точность соответствия ценовых спредов и строгое соблюдение законодательства. SWAT ежегодно подает около 7800 сигналов, свидетельствующих о каких-либо отклонениях, что приводит к возбуждению 165 официальных расследований. Система RADAR используется для контроля за правильностью и своевременностью введения отчетов по заключенным сделкам⁸⁰.

3. Системы, основанные на сочетании различных методов анализа информации с применением экспертных технологий. (Complex systems) Работа подобных систем основана на решении задач классификации, моделирования и распознавания образов, а также на использовании экспертных баз знаний, позволяющих учитывать косвенные связи между событиями⁸¹.

Подобная система применяется на Нью-Йоркской фондовой бирже - ICASS – Integrated Computer Assisted Surveillance System. Она включает в себя два основных модуля: ISIS -

⁷⁹ Э.Астанин, В.Салахутдинов, Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт. РЦБ №6, 1999г

⁸⁰ www.nasdaq.com

Intel-market Surveillance Information System - информационная система, регистрирующая все сделки на важнейших фондовых рынках США с указанием нестандартных ценовых и объемных отклонений, и ASAM - Automated Search and Match - база, содержащая данные о более чем 800'000 руководителей и должностных лиц из 80'000 компаний и 30'000 филиалов, а также данные о внешних юристах и аудиторах. В рамках ICASS информация, поступающая из двух подсистем, интегрируется для получения вероятностной оценки того, что необычное поведение финансового инструмента обусловлено инсайдерской торговлей или манипулированием ценами⁸².

2. Системы автоматического надзора за рынком, применяемые в России (ММВБ).

С 1997г. на Московской межбанковской валютной бирже в режиме опытной эксплуатации функционирует автоматизированная система надзора за рынком ценных бумаг SMARTS (Security, Market, automated, Research, Training & Surveillance)⁸³.

За основу была взята система надзора, используемая на Австралийской Фондовой бирже. Система состоит из 11 независимых модулей, которые были созданы для удовлетворения потребностей и запросов различных бирж и регулирующих органов⁸⁴:

ACCESS - Представление уровней рынка;

ADMIN - Допуск ценных бумаг;

ALDIT - Редактор сигналов тревоги;

ALMAS - Система управления сигналами тревоги;

COLLUDE - Исследование действий участников торгов;

EVENTS - Исследование рынка;

FACTS - Создание статистических отчетов о рынке;

INFORM - Средство просмотра и редактирования информации;

REPLAY – Воспроизведение хода торгов на рынке;

REPORT - Отчеты по приказам и торгам;

SPREAD - Представление спреда между ценами покупки и продажи;

⁸¹ Э.Астанин, В.Салахутдинов, *Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт. РЦБ №6, 1999г*

⁸² www.nyse.com

⁸³ Э.Астанин, В.Салахутдинов *ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг, Банковское дело в Москве, №4 (40), апрель 1998г*

MPL - База данных SMARTS.

В дополнение к гибкому модульному подходу SMARTS также имеет несколько других уникальных особенностей, которые делают ее исключительным программным продуктом по наблюдению за рынком:

Данные по международным клиентам;

Платформы;

Внутренняя Архитектура;

Представление;

База данных;

Изоляция информационных продуктов.

SMART способна обрабатывать до 2000 сделок в секунду. Это стало возможным с введением 20 алгоритмов оповещения в файл оповещений.

Недавним новшеством стало применение 4GL языков (Alice и Facts), которые дают возможность программе быть полностью конфигурированной различными способами и различными пользователями.

Результаты функционирования SMARTS на ММВБ показывают эффективность работы системы по следующим направлениям⁸⁵:

24. Обнаружение фактов необычного поведения участников торгов, действия которых могут быть расценены как запрещенные (манипулирование ценами и/или инсайдерская торговля);
25. Автоматизированный контроль исполнения участниками установленных Правил торгов на ММВБ и значений основных показателей состояния рынков ценных бумаг (отклонения цен сделки от средневзвешенной цены);
26. Формирование базы данных о торгах и их первичная обработка для решения прикладных аналитических задач.

Таким образом, к настоящему времени существует достаточно широкий набор программных средств автоматического контроля за рынком, позволяющим соответствующим службам осуществлять надзорные функции. Данные системы применяются на ведущих фондовых биржах мира, а также в России, на ММВБ.

⁸⁴ www.smarts.com

⁸⁵ Э.Астанин, В.Салахутдинов ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг, Банковское дело в Москве, №4 (40), апрель 1998г

3.5. Проект системы контроля за манипулированием на РЦБ, разрабатываемый ФКЦБ.

Как видно из вышеприведенного обзора государственные и негосударственные меры по ограничению манипулятивных сделок на российском рынке оставляют желать лучшего.

То есть корректного определения манипулирования в российском законодательстве нет, что влечет за собой отсутствие конкретных судебных решений по фактам манипулирования, так как подобные правонарушения можно подвести под действие положений Уголовного Кодекса с большим трудом. И в связи с этим манипулирование на российском фондовом рынке может осуществляться почти безнаказанно.

В связи с этим в ФКЦБ в данный момент разрабатывается положение "О системе контроля организаторов торговли на рынке ценных бумаг и дополнительных требованиях к участникам торгов и эмитентам ценных бумаг". Данный проект был заочно одобрен большинством голосов экспертного совета ФКЦБ.

Для создания проекта в ФКЦБ была создана рабочая группа из представителей бирж.

Целью разработки данного положения является создание специальных групп контроля из сотрудников бирж непосредственно на торговых площадках, определение их прав, процедур работы, порядка проведения мониторинга. С помощью этой системы ФКЦБ планирует получать через торговые площадки информацию о том, каковы объемы сделок каждого профессионального участника, с какими бумагами он эти сделки проводит. Кроме того, ФКЦБ будет собирать общую статистику, которая давала бы дополнительное представление о том, что происходит на рынке, каково его состояние, какие тенденции на нем преобладают.

Реализация данного проекта с точки зрения технологии будет заключаться в установлении в ФКЦБ внутренних биржевых терминалов ведущих торговых площадок страны, позволяющих в режиме реального времени отслеживать операции любого брокера. В настоящий момент, по данным ФКЦБ, в ее помещениях уже установлены терминалы на которые поступает информация с ММВБ, МФБ и РТС. Идут соответствующие переговоры с СПВБ, ФБСП и Сибирской межбанковской валютной биржей (СМВБ, Новосибирск).

Система пока не работает. Чтобы провести ее в действие, необходимо заключить договоры между ФКЦБ и биржами, регламентирующие режим использования Комиссией конфиденциальной информации и доступа ее сотрудников к спецтерминалам⁸⁶.

С помощью данной системы контроля ФКЦБ планирует выявление нестандартных сделок на основе комплексных критериев, разработанных рабочей группой. За базу были взяты существующие критерии нестандартных сделок в американской, британской и немецкой системах мониторинга и контроля. По данным критериям для отнесения сделки к разряду подозрительных необходимо одновременное нарушение сразу нескольких нормативов (см. таблицу 5). С одной стороны это делает критерии более мягкими, а с другой - дает возможность выявить целенаправленную игру на повышение или понижение, действительно влияющую на уровень цен на рынке. Видимо, с этой же целью введено понятие "взаимные сделки", то есть такие сделки, где участники торгов попеременно выступают то в качестве продавцов, то в качестве покупателей. Критерии дифференцируются в зависимости от:

27. ликвидности ценных бумаг – ценные бумаги котировального листа 1-го уровня и ценные бумаги котировального листа 2-го уровня (менее ликвидные, а соответственно и ценовые спреды на такие бумаги больше) и ценные бумаги, допущенные к торгам, не включенные в котировальные листы (это ценные бумаги 2-го, 3-го эшелонов);
28. уровня обеспеченности обязательств, принимаемых участниками торгов в процессе торгов (полное, частичное обеспечение, без обеспечения);
29. периода торгового дня (открытия, торговли, закрытия);
30. состояния рынка (стабильное, нестабильное).

Таблица 5. Максимальные отклонения индикаторов сделок на рынке ценных бумаг, при одновременном превышении которых начинается расследование по подозрению в манипулировании рынком⁸⁷.

Нестандартная заявка (сделка) – одновременное совпадение критериев*	Ценные бумаги
--	----------------------

⁸⁶ П.Рушайло *Фондовый рынок подключат к детектору лжи, Коммерсантъ, №36, среда, 28 февраля 2001г.*

⁸⁷ П.Рушайло *ФКЦБ решила не трогать инсайдеров, если они не манипулируют рынком, Коммерсантъ №73, вторник, 24 апреля 2001г.*

		Допущенные к торгам	Котироваль- ный лист второго уровня	Котироваль- ный лист первого уровня
1.	???????????? ???? ?????? ?? ????? ???????????? ??????	10%	5%	2%
	Отклонение сводного фондового индекса	5%	2,5%	2%
2.	Отклонение цены сделки в период открытия от цены закрытия	10%	5%	5%
	Отклонение сводного фондового индекса	5%	2,5%	2%
3.	Отклонение цены сделки от цены открытия	20%	15%	10%
	Отклонение сводного фондового индекса	10%	7,5%	5%
4.	Число кросс-сделок участника	5	15	25
	Число сделок участника, при которых цены изменяются в одном направлении	5	15	25
5.	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	10%
	Превышение объема сделок участника среднего значения его объема за последние 30 дней на	100%	100%	100%
6.	Число сделок участника, при которых цены изменяются в одном направлении	5	15	25
	Число изменений и удалений заявок участником	5	30	50
	Отклонение цены заявки от цены последней сделки	5 случаев на 5%	15 случаев на 2%	25 случаев на 1%
7.	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	10%
	Число взаимных сделок между двумя участниками	5	15	25
8.	Отклонение цены заявки от цены последней сделки	5 случаев на 15%	15 случаев на 10%	25 случаев на 5%
	Отклонение цены сделки от цены последней сделки	5 случаев на 5%	15 случаев на 2%	25 случаев на 2%
	Число кросс-сделок	5	15	25
9.	Отклонение цены сделки от цены открытия	5 случаев на 10%	10 случаев на 7%	15 случаев на 5%
	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	10%
10.	Отклонение цены сделки от цены закрытия	3 случая на 10%	7 случаев на 7%	10 случаев на 5%

	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	15%	10%	5%
11.	Отклонение цены сделки от средневзвешенной цены	3 случая на 8%	10 случаев на 3%	15 случаев на 2%
	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	5%
12.	Отклонение цены сделки от цены открытия	5%	3%	2%
	Отклонение сводного фондового индекса	2,5%	3%	2%
	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	10%
13	Отклонение цены сделки от цены закрытия	5%	3%	2%
	Отклонение сводного фондового индекса	2,5%	3%	2%
	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	10%
14.	Отклонение цены сделки от средневзвешенной цены	5%	3%	2%
	Отклонение сводного фондового индекса	2,5%	3%	2%
	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	10%

*Все критерии применяются в отношении торговли одной ценной бумагой.

Хочу отметить, что данная система критериев не является совершенной, так, например, кросс-сделки – сделки, по которым и продавцом и покупателем является одно лицо, являются явным фактом манипулирования, в то время как по данной системе они рассматриваются как манипулятивные только при наличии других критериев (например, допускается наличие менее 25 кросс-сделок, если при этом число сделок, в результате которых курс ценной бумаги изменяется в одном направлении, также не превышает 25 или отклонение заявки/ сделки от цены предыдущей сделки превышает соответственно 2%/ 5% в 25 случаях при торговле ценными бумагами из Котировального листа первого уровня). Также система не предусматривает отслеживания собственных сделок профессиональных участников, совершаемых по более выгодным ценам, чем по поручениям клиентов.

По мнению Алексея Цыганок, вице-президента фондовой биржи РТС, "Проблема заключается в том, что возможность засечь манипуляцию таким образом лишь чисто теоретическая. Например, о чем говорит выставление котировки в торговой системе по цене, отличающейся от средней на какой-то заданный процент? По большому счету ни о чем... Дело в том, что если кто-либо из игроков выставит котировку, которая процентов, скажем, на пять отличается от средней, ее просто никто не заметит. Она появится на третьем или четвертом экране торговой системы, куда дилеры просто не смотрят. Другое дело, когда участник начинает агрессивно ставить, скажем чуть выше рынка, как говорят – бить в котировки. Это в принципе может свидетельствовать о манипуляции"⁸⁸.

Нестандартные сделки планируется отслеживать в течение одной торговой сессии

Данный контроль будет осуществляться самими торговыми площадками, которые при попадании любой сделки в разряд нестандартных должны провести ее проверку и самостоятельно проанализировать документы и сведения, полученные от контрагентов по нестандартной сделке, эмитента ценных бумаг и макет-мейкеров по этой ценной бумаге. После чего наложить на нарушителя санкции и отправить материалы в ФКЦБ⁸⁹.

Также организаторы торгов должны:

- a. раскрывать в установленном порядке полученные от эмитентов или участников торгов сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитентов;
- b. установить предельное колебание цен для предотвращения ситуации ценовой нестабильности, при повышении которых организатор торговли приостанавливает или прекращает торги.

Также положение устанавливает ряд дополнительных требований к участникам торгов и эмитентам ценных бумаг, которые направлены на повышение "прозрачности" рынка ценных бумаг и увеличение защиты прав и законных интересов инвесторов⁹⁰. Надо отметить, что в одной из первоначальных редакций проекта положения предполагалось требование к организаторам и участникам торгов в течение 30 минут с момента получения раскрывать сообщения эмитентов о существенных фактах, затрагивающих их финансово-

⁸⁸ "Так на цены никто не воздействует", интервью А.Цыганок, *Коммерсантъ*, №36, 28 февраля 2001г.

⁸⁹ Н.Мазурин, Б.Сафронов 12 критериев ФКЦБ будут применяться к манипуляторам, *Ведомости* № 77 (400), понедельник, 30 апреля 2001г.

⁹⁰ П.Рушайло Фондовый рынок подключат к детектору лжи, *Коммерсантъ*, №36, среда, 28 февраля 2001г.

хозяйственную деятельность. В настоящей редакции предусмотрено раскрытие данной информации в установленном порядке, а не сразу, как предполагалось ранее. Таким образом, получается, что инсайдерскую информацию можно неограниченно долго держать в секрете и использовать для личного обогащения, если только это не сопровождается манипулирование ценами⁹¹.

Данный проект имеет существенное положительное значение в развитии регулирования рынка ценных бумаг. Во-первых, технически данная система позволит в будущем ФКЦБ самостоятельно автоматизировано отслеживать все сделки, а также обороты по счетам всех клиентов профессиональных участников рынка с учетом котировок ценных бумаг. А во-вторых, данная система будет оказывать психологическое воздействие на участников рынка, что заставит их работать честно. Однако это не мешает участникам торгов заключать нестандартные сделки на внебиржевом рынке – по телефону. Третье положительное влияние заключается в том, что данная система является ужесточением контроля на российском фондовом рынке, что играет немалую роль в привлечении иностранных инвесторов на наш рынок.

Однако данное положение не будет способствовать повышению прозрачности рынка и усилению системы контроля в должной степени без принятия соответствующей законодательной базы. Так, как было рассмотрено в предыдущих параграфах, в нашем законодательстве имеются лишь общие нормы, в которых говорится, что манипулирование нехорошо, и это должно преследоваться в судебном порядке, но неясно как конкретно установить факт манипуляции.

⁹¹ П.Рушайло ФКЦБ решила не трогать инсайдеров, если они не манипулируют рынком, Коммерсантъ №73, вторник, 24 апреля 2001г.

Заключение

При написании дипломной работы "Манипулятивные сделки и практика их регулирования" автор сделал следующие выводы:

Манипулирование представляет собой действия любого лица или группы лиц на фондовом рынке, как на биржевом, так и на внебиржевом, совершаемые с прямым или косвенным умыслом (то есть имеющие своей целью получение прибыли за счет манипулирования или достижение иных целей, или действия, которые имеют побочные эффекты, влияющие на цены на фондовые активы), направленные на создание ложных ценовых ориентиров. К данным действиям следует относить:

1. любые виды операций, создающие видимость активной торговли (продажи - отмывки, выставление спаренных ордеров, продажи аффилированным лицам, введение в систему заявок с последующим их удалением, складирование, проведение операций с крупными пакетами ценных бумаг);
2. корнеры;
3. искусственное воздействия на цены открытия, закрытия, а также средневзвешенную цену ценной бумаги;
4. стабилизация, направленная на поддержание курса ценной бумаги;
5. распространение слухов и информации любым путем, могущих повлиять на рыночные цены ценных бумаг.

На российском фондовом рынке манипулятивные действия широко распространены, причем отсутствует судебная практика по рассмотрению фактов манипулирования, а описанных в прессе случаев мало. Российский фондовый рынок носит олигополистический характер – 50% торговых сделок проводятся 5 участниками рынка, а операции совершаются в основном по ценным бумагам 5-7 эмитентов. Рынок имеет низкую ликвидность и мизерные обороты, которые позволяют стать манипулятором брокеру средней руки, имеющему всего-то несколько миллионов долларов, или, скажем, пятипроцентный пакет акций компании. И все это на фоне слабо развитого законодательства в данной сфере.

Так на уровне законов и подзаконных актов, отсутствует корректное определение манипулирования, содержащее все его виды. Законодательство не дает количественных

показателей, на основании которых можно сделать вывод о манипулятивных действиях на фондовом рынке. На государственном уровне регулирования устанавливается лишь обязательство для СРО и организаторов торговли прописать перечень мер по ограничению манипулятивных сделок, а также установить санкции для нарушителей.

Что касается негосударственных мер по регулированию манипулятивных сделок, то и саморегулируемые организации и торговые площадки достаточно четко и подробно рассматривают виды манипулятивных сделок. Биржи также приводят перечень количественных показателей, на основании которых сделки можно причислить к манипулятивным. Однако санкции, налагаемые при установлении факта манипулирования, не представляются достаточно серьезными, так, например, максимальный штраф НАУФОР составляет около 3000 долларов США, что не является достаточно строгой мерой для профессиональных участников рынка с оборотами в несколько миллионов долларов, а также такая санкция, как исключение из членов СРО не представляется основательной, так как ФКЦБ отменила постановление об обязательном членстве в СРО (то есть лицензию на профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг можно получить и без ходатайства организации).

Также разрешенные практики манипулирования рассматриваются только правилами двух торговых площадок – МФБ и ЕФБ. По их правилам разрешается манипулирование на вторичном рынке с целью поддержания курса ценной бумаги при ее первичном размещении. Автор считает целесообразным предложить еще один разрешенный вид манипулирования, направленный на повышение ликвидности и объемов фондового рынка России, а именно создание пула профессиональных участников рынка ценных бумаг под координацией со стороны ФКЦБ, в задачи которого входило бы обеспечение роста курсовой стоимости и активности на рынке до его стабилизации на новом ценовом и объемном уровнях с целью предотвращения манипулятивных действий иностранных инвесторов на российском рынке ценных бумаг.

Факт манипулирования на рынке ценных бумаг признается в судебном порядке, в то время как, например, в США факт манипулирования может быть признан в административном порядке Комиссией по рынку ценных бумаг и биржам США, а также саморегулируемыми организациями США (например НАСД), что является более легкой и быстрой процедурой расследования.

Попытки по улучшению законодательства в области регулирования манипулятивных практик делаются ФКЦБ. Так в данный момент ФКЦБ разрабатывает положение "О системе контроля организаторов торговли на рынке ценных бумаг и дополнительных требованиях к участникам торгов и эмитентам ценных бумаг". Данный проект имеет существенное положительное значение в развитии регулирования рынка ценных бумаг. Во-первых, технически данная система позволит в будущем ФКЦБ самостоятельно автоматизировано отслеживать все сделки, а также обороты по счетам всех клиентов профессиональных участников рынка с учетом котировок ценных бумаг. Во-вторых, данная система будет оказывать психологическое воздействие на участников рынка, что заставит их работать честно. Однако это не помешает участникам торгов заключать нестандартные сделки на внебиржевом рынке – по телефону. Третье положительное влияние заключается в том, что данная система является ужесточением контроля на российском фондовом рынке, что играет немалую роль в привлечении иностранных инвесторов на наш рынок.

Однако данное положение не будет способствовать повышению прозрачности рынка и усилению системы контроля в должной степени без принятия соответствующей законодательной базы. Так как в нашем законодательстве имеются лишь общие нормы, в которых говорится, что манипулирование "нехорошо", и это должно преследоваться в судебном порядке, но неясно, как конкретно установить факт манипуляции.

В заключении хотелось бы отметить, что факт установления манипулирования достаточно сложен. При доказательствах манипулирования нужно доказывать причинно-следственную связь: что именно продажи этого игрока вызвали движение рынка вниз и у этого игрока изначально было желание потом откупиться с прибылью. Хочу отметить, что в других областях этические категории не доказываются, они могут только приниматься.

Используемая литература

1. Федеральный Закон от 22 апреля 1996г. №39-ФЗ "О рынке ценных бумаг";
2. Закон РФ от 20 февраля 1992г. №2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле";
3. Постановление ФКЦБ от 16 ноября 1998 г. N 49 "Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг";
4. Постановление ФКЦБ от 11 октября 1999 г. N 9 "Об утверждении Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации";
5. Постановление ФКЦБ от 1 июля 1997 г. N 24 "Об утверждении Положения о саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг и Положения о лицензировании саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг";
6. Постановление ФКЦБ от 15 августа 2000 г. N 10 "Об утверждении Порядка лицензирования отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации";
7. Указание ЦБР от 7 июля 1999 г. N 603-У "О порядке осуществления внутреннего контроля за соответствием деятельности на финансовых рынках законодательству о финансовых рынках в кредитных организациях";
8. Письмо ЦБР от 17 июня 1999 г. N 179-Т "О Методических рекомендациях по проверкам кредитных организаций - профессиональных участников рынка ценных бумаг";
9. Письмо ЦБР от 10 августа 1998 г. N 03-34-3/3320 "Об операциях Дилеров на рынке ГКО-ОФЗ, содержащих признаки нарушений законодательства о рынке ценных бумаг";
10. Приложение №1 к Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке Положение об основных требованиях к профессиональному участнику на фондовом рынке, НФА;
11. Приложение №4 к Кодексу ответственности и дисциплинарных мер Положение о дисциплинарных мерах (санкциях) и их применении, НФА;

12. Дисциплинарный кодекс НАУФОР;
13. Регламент торгов в фондовой секции Санкт-Петербургской валютной биржи;
14. Перечень мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами Некоммерческого партнерства "Фондовая биржа "Санкт-Петербург";
15. Положение о предотвращении манипулирования ценами на Екатеринбургской фондовой бирже;
16. Перечень мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами на МФБ;
17. Приложение №1 к Положению о Контрольной комиссии "Некоммерческого партнерства "Торговая система РТС";
18. Перечень мер по предотвращению манипулирования ценами при проведении торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже;

19. Я.М. Миркин Раздаточные материалы по курсу "Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг";
20. Р. Тьюлз, Э.Брэдли, Т.Тьюлз. Фондовый рынок – 6-е изд.: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2000г.;
21. Б.Б. Рубцов Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: ФА, 2000г.;
22. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. "Рынок ценных бумаг и биржевое дело" – Москва: Юрист, 2000г.;
23. Карельский В.Ф., Гаврилов Р.В. "Толковый биржевой словарь";

24. Э.Астанин, В.Салахутдинов Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт, РЦБ №6, 1999г.;
25. Э.Астанин, В.Салахутдинов ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг, Банковское дело в Москве, №4 (40), апрель 1998г.;
26. Н.Мазурин, Б.Сафронов 12 критериев ФКЦБ будут применяться к манипуляторам, Ведомости №77 (400), понедельник, 30 апреля 2001г.;
27. Я. Миркин, С.Лосев Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи, РЦБ №22, 2000г.;

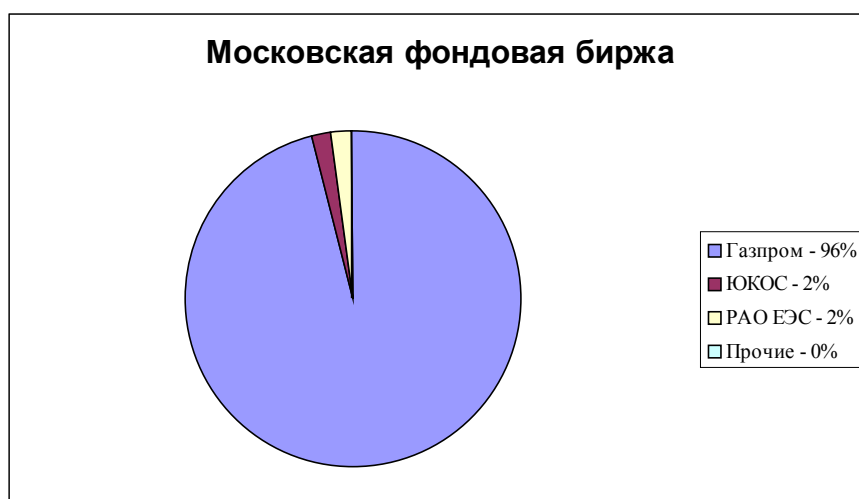
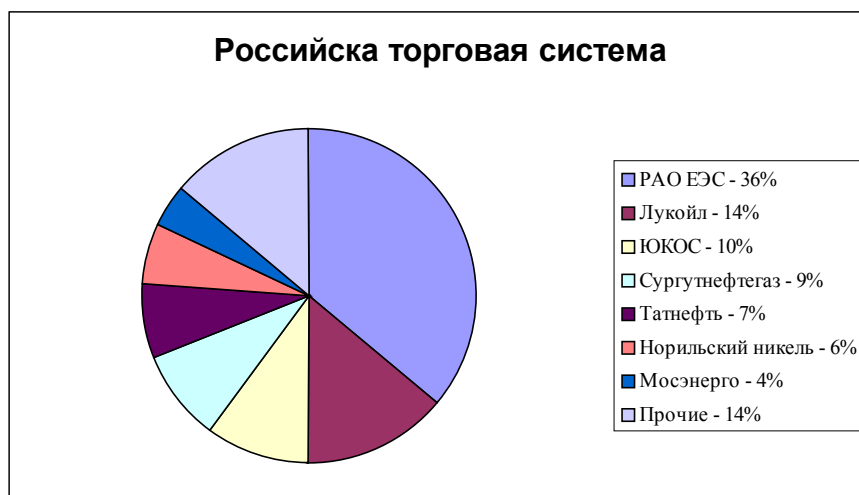
28. П.Рушайло Фондовый рынок подключат к детектору лжи, Коммерсантъ, №36, среда, 28 февраля 2001г;
29. П.Рушайло ФКЦБ решила не трогать инсайдеров, если они не манипулируют рынком, Коммерсантъ №73, вторник, 24 апреля 2001г;
30. Д.Сиваков Держи манипулятора! Эксперт №32, 4 сентября 2000г.;
31. "Так на цены никто не воздействует", интервью А.Цыганок, Коммерсантъ, №36, 28 февраля 2001г.;
32. Н.Б.Шеленкова Биржевые правонарушения, Законодательство №2-3, 1998г.;
33. 7-ая международная выставка "Банковские и корпоративные системы, 98", февраль 1998г., Тезисы к докладу на тему: "Организация надзора на финансовых рынках ММВБ с использованием системы SMARTS"/ www.micex.ru (сайт ММВБ);
34. Сnews: Аналитика, 13 марта 2001г., Ложь стоимостью в триллионы долларов/ www.snews.ru (сайт аналитического агенства РБК);
35. Сnews: Главные новости, 15 января 2001г. Тайная покупка "Вымпелкома" – утка или PR- акция/ www.snews.ru (сайт аналитического агенства РБК)
36. Анкета 1999г.: оценки, прогнозы, комментарии/ www.naufor.ru (сайт Национальной ассоциации участников фондового рынка);
37. Информация о торгах/ www.rts.ru (сайт Российской торговой системы);
38. Итоги торгов/ www.skrin.ru (сайт Системы комплексного раскрытия информации НАУФОР);
39. Новости/ www.skrin.ru (сайт Системы комплексного раскрытия информации НАУФОР);

Литература на иностранном языке:

40. Securities Act of 1933, США;
41. Securities Exchange Act of 1934, США;
42. Regulation M, США;
43. Administrative Proceeding, File № 3-10291/ www.sec.gov (сайт Комиссии по рынку ценных бумаг и биржам США);
44. Administrative Proceeding, File № 3-9923/ www.sec.gov (сайт Комиссии по рынку ценных бумаг и биржам США);

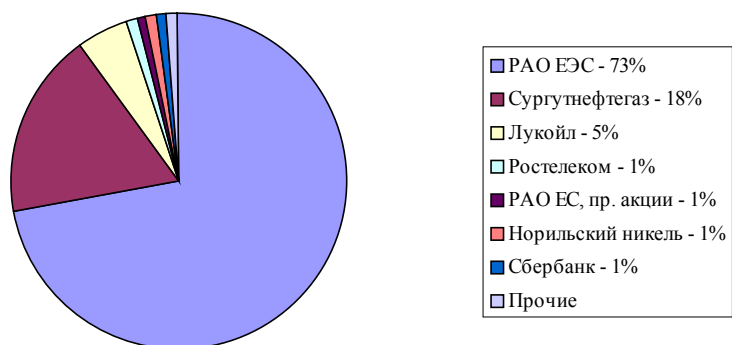
45. Administrative Proceeding, File № 3-9168/ www.sec.gov (сайт Комиссии по рынку ценных бумаг и биржам США);
46. Administrative proceedings, file №3-9180/ www.sec.gov (сайт Комиссии по рынку ценных бумаг и биржам США);
47. NASD Regulation Press Release - 12-22-98.htm, www.nasd.com (сайт Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам США);
48. Ballentine's Law Dictionary, 3rd edit. Rochester, N.Y. The Lawyers Co-operative Publishing Company, 1969;
49. Black's Law Dictionary, 6th edit. St. Paul, Minn. West Publishing Co., 1990;
50. A Resolution Concerning Transnational Securities and Futures Fraud, October 1993, IOSCO/ www.iosco.org (сайт Международной организации комиссий по ценным бумагам);
51. www.nyse.com (сайт Нью-Йоркской фондовой биржи).

Приложение 1. Акции, торгуемые на биржах России⁹²

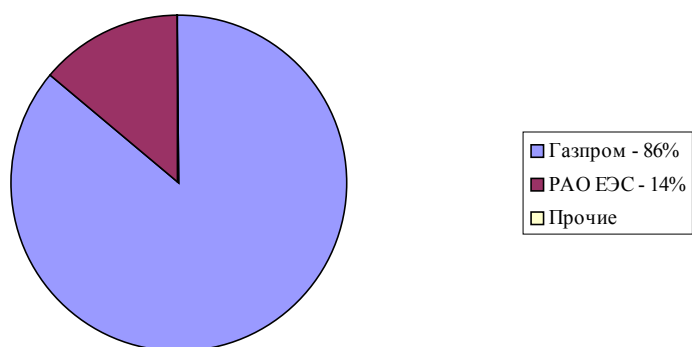


⁹² Данные за первый квартал 2001г., Итоги торгов/ www.skrin.ru

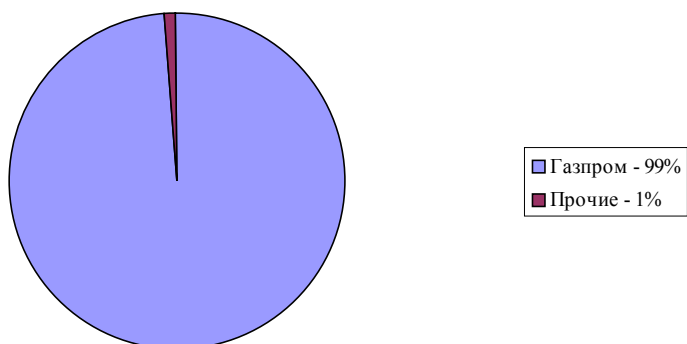
Санкт-Петербургская валютная биржа



Фондовая биржа Санкт-Петербурга



Екатеринбургская фондовая биржа



Приложение 2. Документы, регулирующие манипулятивные сделки на торговых площадках РФ.

Биржа	Документ
СПВБ	?????????? ?????? ? ?????????? ??????? ??????-?????????????????? ?????????? ?????? (??,6)
ФБСП	Перечень мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами Некоммерческого партнерства "Фондовая биржа "Санкт-Петербург"
ЕФБ	Положение о предотвращении манипулирования ценами на Екатеринбургской фондовой бирже
МФБ	Перечень мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами
РТС	Приложение №1 к Положению о Контрольной комиссии "Некоммерческого партнерства "Торговая система РТС"
ММВБ	Перечень мер по предотвращению манипулирования ценами при проведении торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже