

Государственный Комитет Российской Федерации по Высшему  
Образованию

Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации

**Кафедра «Ценных бумаг и биржевого дела»**

*Работа допущена к защите:*

Зав. Кафедрой

Проф. Я.М. Миркин

Дипломная работа

на тему: «Манипулятивные сделки и практика их регулирования»

**Студентки 5-го курса,**

3-ей группы, института Кредита  
Ксенофонтовой Натальи Владимировны

**Научный руководитель:**

Старший преподаватель  
Андрианова Людмила Николаевна

**Консультант:**

Доцент кафедры АИТ  
Литвиненко Алевтина Федоровна

**Внешний рецензент:**

Заместитель председателя правления  
АКБ «Собинибанк»  
Игнатов Сергей Борисович

Москва, 2001 год

# СОДЕРЖАНИЕ

	<b>Стр.</b>
<b>Введение</b> .....	3
<b>Глава I Теоретические аспекты и практика манипулирования на рынке ценных бумаг</b> .....	5
1.1 <i>Понятия и виды манипулирования на рынке ценных бумаг</i> .....	5
1.2 <i>Короткие продажи как пример благоприятного воздействия манипулятивных сделок на рынок ценных бумаг</i> .....	11
1.3 <i>Манипулятивные сделки с использованием возможностей сети Интернет</i> .....	19
<b>Глава II Регулирование манипулятивных сделок на развитых рынках</b> .....	34
2.1 <i>Регулирование манипулятивных сделок на фондовом рынке США</i> .....	34
2.2 <i>Законодательное регулирование манипулятивных сделок на европейских фондовых рынках (на примере Великобритании, Германии, Швейцарии)</i> .....	47
<b>Глава III Анализ правовой инфраструктуры в отношении манипулятивных сделок в России</b> .....	58
3.1 <i>Анализ правовых норм федерального значения, регулирующих манипулятивные сделки</i> .....	58
3.2 <i>Регулирование манипулятивных сделок на уровне СРО</i> .....	63
3.3 <i>Система организации мер надзора и регулирование манипулятивных практик на ММВБ</i> .....	71
3.4 <i>Систем раскрытия информации как барьер для манипулирования на фондовом рынке</i> .....	77
3.4.1 <i>Автоматизированная система Internet-Trading на РТС</i> .....	85
<b>Заключение</b> .....	89
<b>Список литературы</b> .....	93

## ВВЕДЕНИЕ

Одной из основных функций рынка ценных бумаг является перераспределение денежных средств, перевод сбережений в инвестиции. Способность рынка выполнять эту функцию характеризуется двумя важными характеристиками - эффективностью и справедливостью рынка.

Справедливость рынка достигается за счет предоставления его участникам равных прав, возможностей и за счет отсутствия привилегированной информации, которая ставит ее обладателей в преимущественное положение по отношению к другим участникам торгов. Эффективным считается рынок, на котором невозможно получить существенную прибыль от операций с ценными бумагами путем применения практик недобросовестной торговли: изменение цен закрытия или средневзвешенных цен в пользу участника, использование сведений, влияющих на цены активов до их опубликования, обман клиентов при совершении сделок и другие.

Нарушение равновесия на фондовом рынке, лишение участников равных возможностей при принятии решений, основанных на общих принципах раскрытия и доступности информации, приводит к дестабилизации рынка, возникновению экономического дисбаланса, установлению искусственных цен на финансовые активы.

Таким образом, по мнению автора, манипулирование ценами представляет собой такие действия участников фондового рынка, в результате которых он получает необоснованно завышенную прибыль путем применения незаконных способов влияния на цены инструментов (распространения лжеинформации в отношении купли-продажи ценных бумаг, использование конфиденциальной информации о намерениях клиентов и др.) и игнорируя интересы своих клиентов.

Проблема манипулирования на рынке ценных бумаг в развитых странах подвергается достаточно глубоким исследованиям. Почти на всех развитых рынках в настоящее время существует широкая законодательная база, огромная практика регулирования манипулятивных сделок, разработки по осуществлению надзора и контроля за манипулированием, а также практика судебных разбирательств.

Недостаточная проработанность вопроса манипулирования на российском фондовом рынке вызывает серьезные опасения.

С одной стороны, на данный момент уже не для кого ни секрет, что российский фондовый рынок носит манипулятивный характер. С другой стороны, почти полное отсутствие законодательной базы по данному вопросу делает невозможным решение проблемы манипулирования на федеральном уровне, позволяя лишь саморегулируемым организациям и организаторам торговли применять к нарушителям дисциплинарные и административные меры, что является минимально необходимым условием построения эффективной системы регулирования проблемы манипуляций на фондовом рынке.

Таким образом, основными целями написания дипломной работы являются: во-первых, анализ существующей практики регулирования манипулятивных сделок в развитых странах, и, во-вторых, рассмотрение правовых аспектов проблемы манипуляций на российском фондовом рынке и разработка конкретных предложений для улучшения ситуации в этой сфере.

При написании работы автор и использовал следующие источники: нормативные акты, касающиеся вопросов манипулирования (нормативные акты США, России и некоторых европейских государств), справочные материалы с Интернет-сайтов Комиссии по ценным бумагам США и России, статьи из периодических изданий, а также данные с информационных сайтов российских и зарубежных саморегулируемых организаций, а также организаторов торговли.

# Глава I Теоретические аспекты и практика манипулирования на рынке ценных бумаг

## *1.1 Понятия и виды манипулирования на рынке ценных бумаг*

К настоящему времени на рынках ценных бумаг сложились различные подходы к определению манипулирования.

С юридической точки зрения манипулирование ценами относят к недобросовестным практикам ведения бизнеса на рынке ценных бумаг.

Специалисты ММВБ рассматривают систему манипулирования ценами как «наличие действий участника рынка, демонстрирующих другим участникам рынка его ложные намерения в отношении купли продажи ценных бумаг, игнорирующие интересы обслуживаемых им клиентов при совершении сделок с ценными бумагами и направленных на извлечение собственной выгоды от знания намерений обслуживаемых клиентов о купле –продаже ценных бумаг»<sup>1</sup>.

Если принять во внимание сложившиеся мнения специалистов фондового рынка относительно манипулятивных сделок, то манипулирование на рынке ценных бумаг можно определить как последовательность сделок, включающих покупку и продажу ценной бумаги с целью создания ложной или вводящей в заблуждение активности на рынке или с целью поднять или понизить цену с тем, чтобы побудить других участников рынка к покупке или продаже данной ценной бумаги.

Комиссия по ценным бумагам США рассматривает манипулирование рынком как «действия, направленные на создание ложных ценовых ориентиров»<sup>2</sup>.

Попытаемся проанализировать составные элементы данных действий.

---

<sup>1</sup>Тезисы к докладу ММВБ на тему: «Организация надзора на финансовых рынках ММВБ с использованием систем SMARTS», <http://www.micex.com>

<sup>2</sup> О. Уваров, Л. Фомина «Мошенничество, манипуляции и другие правонарушения с ценными бумагами»// «Рынок ценных бумаг». -1999. -№16.

Прежде всего, рассмотрим виды манипулирования ценами, сложившиеся под влиянием современных технологий, используемых профессиональными участниками фондового рынка<sup>3</sup>:

- Проведение серии сделок, которые могут быть прослежены на публичном дисплее, с целью создать впечатление об активности или изменения цен на ценные бумаги (“*painting the tape*”, так называемое «разукрашивание ленты»).
- Неправомерные сделки, в которых не происходит фактического изменения права собственности на ценные бумаги (“*wash sales*”- «мокрые продажи»).
- Сделки, при которых заявки на покупку и продажу подаются одновременно, по той же цене и на то же количество различными, но состоящими в створе, сторонами (“*improper matched orders*”- “неточно сведенные ордера»).
- Повышение предложения по ценным бумагам с целью увеличения их цены (“*advancing the bid*”).
- Повышение активности покупки ценных бумаг по возрастающим ценам. Ценные бумаги в этом случае могут быть проданы на рынке (особенно частным лицам) по завышенной цене (“*pumping and dumping*”<sup>4</sup>).
- Покупка и продажа ценных бумаг при закрытие рынка в целях изменения цены (“*marking the close*”).
- Продажа ценной бумаги, при этом продавец не владеет такой ценной бумагой или продавец владеет такой ценной бумагой, однако он не предоставляет ее на момент торгов (“*short selling*”)<sup>5</sup>.
- Обеспечение контроля за спросом и предложением, позволяющее получить доминирующие позиции на стоимость ценных бумаг (корнер). При корнере

---

<sup>3</sup> Данные методы были выделены в докладе IASC STANDARDS – ASSESSMENT REPORT, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, may 2000, <http://www.iosco.org>

участник рынка или группа участников получает преимущественную позицию по активам на ценных бумагах. Участник рынка или группа участников в дальнейшем требует чтобы те, кто держит короткие позиции выполнили свои обязательства согласно условиям контракта: или же через доставку или покупку актива от манипулятора, или же компенсацией на рынке по ценам искаженным манипулятором.

- Контролирование спроса путем искусственного создания нехватки той или иной ценной бумаги используется в качестве преимущества, которое приводит к формированию нерыночных цен (“squeeze”).

- Распространение ложной или недостоверной информации о рынке через СМИ, включая Интернет или другими способами. Это делается с целью изменения стоимости ценных бумаг в направлении, которое выгодно для распространителя дезинформации.

К другим (традиционным) методам манипулирования ценами, можно отнести методы, выделенные SEC:

- 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 искусственные движения цен (воздействие на цены открытия и закрытия);
- искусственное повышение дивидендов (без наличия достаточных нераспределенных прибылей) или их искусственное занижение с тем, чтобы вызвать манипулятивный рост или понижение курсов акций;
- использование для воздействия на курс ценных бумаг операций с крупными блоками (прохождение через рынок крупной партии ценных бумаг оказывает

---

<sup>4</sup> данная схема чаще всего используется при манипулировании ценами конкретных ценных бумаг в сети Интернет, путем рассылки электронных писем, содержащих ложную информацию.

<sup>5</sup> данному способу манипулятивных сделок ниже будет посвящен параграф.

дестабилизирующее влияние на цену, выводит ценообразование за нормальные условия бизнеса);

- использование полномочий, полученных по трасту или по клиентским счетам или приказам, по которым операции выполняются на усмотрение брокера (создание множественной активной торговли, формирование нужного направления в движении цен);
- использование полномочий, полученных у эмитента в рамках андеррайтинга (например, для накопления запасов акций с целью последующего манипулирования, или для их искусственного удержания под договоренности с эмитентом или его менеджерами о их приобретении );
- манипулирование предложением (искусственное увеличение или уменьшение количества) ценных бумаг, предлагаемых на рынке; с этой целью «очищение рынка» от избыточного с точки зрения манипулятора предложения ценных бумаг; создание искусственных, избыточных запасов у брокера-дилера или андеррайтера ценных бумаг, подвергаемых манипулированию; создание таких запасов у аффилированных лиц эмитента, если последние являются манипуляторами. Например, сокращение предложения ценных бумаг на рынке может иметь как понижательный эффект на их курс (акции небольших компаний, торговля «замирает», акции становятся неликвидными и т.д.), так и, наоборот, повышательный эффект (устранение избыточного предложения акций при манипулятивной игре на повышение, «разогрев» рынка)<sup>6</sup>
- 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

---

<sup>6</sup> Миркин Я.М. Раздаточные материалы к лекциям по дисциплине «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»



собственнику (или его агенту) на существенно тех же условиях, что и первая продажа;

- "Забегание вперед" (Front running) - торговля ценными бумагами, в отношении которых известна материальная информация о надвигающейся сделке с крупным блоком данных ценных бумаг или их производными;
- "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.<sup>7</sup>

Целью манипулирования чаще всего является получение необоснованно высокой прибыли путем использования методов недобросовестной торговли. Некоторые примеры того, как это достигается, представлены ниже:

▪ *Влиять на цену или стоимость ценных бумаг так, чтобы манипулятор мог:*

- Покупать по заниженной цене;
- Продавать по завышенной цене;
- Повлиять на скупки или другие большие транзакции;
- Сбивать конкурентные сделки;
- Влиять на цену ценных бумаг, определяющих индекс;
- Влиять на начальную цену в открытых и закрытых предложениях;
- Влиять на цены акций в процессах по слиянию компаний
- Влиять на цену ценных бумаг в процессах по выкупу или поглощения

компаний

---

<sup>7</sup> Securities and Exchange Commission, Administrative proceedings, File №3-9180, <http://www.sec.gov>

- Влиять на кого-то, чтобы подписать, приобрести или продать ценные бумаги или права на эти ценные бумаги, или удерживать от проведения этих действий;
- Влиять на бухгалтерские балансы крупных инвесторов;
- Влиять на ограничения в случаях форсированных продаж кредиторами
- Преувеличивать значение финансового совета или размещения

Участниками манипулятивных сделок могут стать:

- Эмитенты
- Участники рынка ценных бумаг
- Посредники на рынках

Важно отметить, что методы, используемые во многих манипулятивных схемах, включают сделки или другую активность, осуществляемые сразу на нескольких рынках. Эти рынки могут быть как внутри одной, так и разных юрисдикций. В манипулятивные схемы, проходящие через границы разных стран, часто вовлечены участники (физические или юридические лица), которые функционируют в разных правовых системах.

Итак, рассмотрев различные виды манипулятивных сделок, можно отметить следующее:

- как и прежде, не наблюдается изменения базисных форм манипулирования ценами: способы «мокрых продаж» (“wash sales”) и “matched orders” до сих пор преобладают на фондовом рынке;
- изменение объемов и параметров фондовых рынков в развитых странах, например в США, повлекло за собой отказ от использования таких форм манипулирования как пулы и корнеры. Объединяться в пулы стало невыгодно по той причине, что средства, затраченные на манипулирование ценами, будут в несколько раз выше, нежели полученная прибыль. Поэтому в настоящее время, по данным Комиссии

по ценным бумагам США<sup>8</sup>, чаще всего целью, преследуемой манипуляторами, становится «очернение» репутации компаний, а также, так называемые “day-to-day manipulations” («ежедневные манипуляции»), призванные сбить курс ценных бумаг, что может привести к негативным изменениям в общем финансовом положении эмитента;

- основной тенденцией в изменении участников манипулятивных операций является интернационализация непосредственных участников подобных сделок, что связано с расширением площадей торговли ценными бумагами крупных эмитентов. Транснациональный характер фондового рынка способен создать дополнительные сложности, в первую очередь связанные с наличием слишком большого числа торговых площадок для ценных бумаг одного эмитента. Например, одновременное манипулирование ценами ценных бумаг на различных торговых площадках способно привести к моментальному изменению и падению стоимости, а в некоторых случаях, и к банкротству.

### ***1.2 Короткие продажи как пример благоприятного воздействия манипулятивных сделок на рынок ценных бумаг.***

*Продажа без покрытия на срок (short selling)*<sup>9</sup> представляет собой продажу ценной бумаги, при этом продавец не владеет такой ценной бумагой или продавец владеет такой ценной бумагой, однако он не предоставляет ее на момент торгов. Для того чтобы доставить ценную бумагу покупателю, продавец должен занять такую ценную бумагу, обычно у брокерской или дилерской фирмы или у институционального инвестора. Продавец затем закрывает позицию путем возврата ценной бумаги тому, у кого он ее занимал. Как правило, это производится путем покупки эквивалентных ценных бумаг на открытом рынке. В целом, продажа без покрытия на срок используется

---

<sup>8</sup> Enforcement Division Summary “Possible violations of securities law”, <http://www.sec.gov>

для получения прибыли *от ожидаемого спада цен или для предотвращения риска от обязательств* по срочным сделкам по той же ценной бумаге или же по подобным ценным бумагам.

Если рассматривать «короткие продажи» с точки зрения манипулятивных операций, то одним из примеров такого использования продаж без покрытия на срок являются массовые продажи акций с целью сбить их курс: ценные бумаги продаются без покрытия на срок для понижения цены и создания дисбаланса со стороны продавцов. Многие утверждают, что крах фондового рынка в 1929 году и последующий затянувшийся кризис произошли именно по причине массовых продаж акций с целью сбить их курс. Продажа без покрытия на срок была одной из центральных тем, которую конгресс изучал, прежде чем был принят Закон о ценных бумагах и биржах. Однако конгресс не представил никаких определений касательно допустимости таких продаж. Вместо этого конгресс предоставил Комиссии широкие полномочия для регулирования продаж без покрытия на срок с целью прекратить махинации, проводимые при помощи таких продаж.

Но, в то же время, продажа без покрытия на срок предоставляет рынку два важных преимущества: ликвидность рынка и эффективность ценообразования<sup>10</sup>.

Значительная ликвидность рынка обеспечивается за счет осуществления продаж без покрытия на срок профессиональными игроками рынка, которые способствуют работе рынков путем компенсации временных дисбалансов спроса и предложения ценных бумаг. В связи с тем, что продажи без покрытия на срок осуществляются профессионалами, такие продажи в действительности уравнивают спрос и предложение, и благодаря этому сокращается риск того, что цена, оплачиваемая

---

<sup>9</sup> The Securities Exchange Act of 1934, 10a-1 “Short Selling”, The Securities Exchange Act of 1934, The Center for Corporate Law University of Cincinnati College of Law, <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/index.html>

<sup>10</sup> SEC “SEC Interpretation of short sales” Release No. 34-42037; File No. S7-24-99, <http://www.sec.gov>

инвесторами, не будет искусственно завышена в связи с временным ограничением предлагаемых к продаже объемов ценных бумаг.

Продажа без покрытия на срок также может способствовать более эффективному ценообразованию на рынках акций.

Для того, чтобы рынок эффективно работал, необходимо наиболее точное соблюдение интересов как продающей, так и покупающей стороны. Когда продавец, осуществляющий продажу без покрытия на срок, спекулирует на понижении цены, его сделка выступает отражением того лица, которое покупает ценные бумаги, исходя из тех соображений, что цена на такие ценные бумаги будет повышаться. Как покупатель, так и продавец надеется на получение прибыли за счет покупки ценной бумаги по одной цене и продаже такой ценной бумаги по более высокой цене. Стратегии в основном различаются в последовательности проводимых сделок.

Игроки рынка, которые полагают, что ценные бумаги завышены в цене, могут принять решение об участии в продаже без покрытия на срок с целью получения прибыли от ожидаемого расхождения цен от реального экономического обеспечения таких ценных бумаг. Такие продавцы значительно способствуют эффективности ценообразования на акции, так как проводимые ими сделки сообщают рынку об их оценках, о будущей цене таких акций. Такая оценка отражается на рыночной цене ценных бумаг.

Арбитражеры также способствуют повышению эффективности ценообразования за счет использования продаж без покрытия на срок с целью получения прибыли от разницы между ценой акции и производной ценной бумагой, такими как конвертируемые ценные бумаги или опцион по таким акциям. Например, арбитражер может купить конвертируемые ценные бумаги и продать основные акции без покрытия на срок с целью получения прибыли от разницы между текущей ценой и двумя подобными позициями.

*Существующие правила, регулирующие продажи без покрытия на срок*

## 1. Правило 10a-1

Раздел 10(a) Закона предоставляет Комиссии неограниченные полномочия по регулированию продаж ценных бумаг без покрытия на срок на национальной фондовой бирже в целях защиты инвесторов. После обвала рынка в 1937 году были проведены исследования воздействия сосредоточенных продаж без покрытия на срок. В результате исследований и используя предоставленные полномочия, Комиссия приняла Правило 10a-1. Основные положения Правила в целом действуют и сегодня, как это было в день принятия Правила.

Параграф (а) Правила 10a-1<sup>11</sup> в основном охватывает продажи без покрытия на срок любой ценной бумаги, зарегистрированной на национальной фондовой бирже (зарегистрированные ценные бумаги), если по торгам ценных бумаг отчитываются в соответствии с "планом отчетности по эффективным транзакциям" и если информация по таким торгам предоставляется в соответствии с таким планом в режиме реального времени продавцам, реализующим информацию о рыночных транзакциях. Параграф (б) применим к продажам без покрытия на срок, осуществляемым на национальной бирже по ценным бумагам, на которые распространяются положения параграфа (а). Действие Правила 12 не распространяется на продажи без покрытия на срок ценных бумаг, которые не зарегистрированы на бирже, и на транзакции с ценными бумагами, на которые распространяется действие положений параграфа (б) и которые производятся на внебиржевом рынке ценных бумаг.

В соответствии с Правилom 10a-1(a)(1), за некоторыми исключениями, зарегистрированная ценная бумага может быть продана без покрытия на срок:

---

<sup>11</sup> Rules 10a-1 to 10a-2 "Short Sales", Securities Exchange Act of 1934, The Securities Exchange Act of 1934, The Center for Corporate Law University of Cincinnati College of Law, <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/index.html>

1) по цене превышающей цену, по которой были произведены последние продажи (плюс разовое изменение биржевой цены), или

2) по последней цене продажи, если она выше по сравнению с последней разницей цены (ноль плюс разовое изменение биржевой цены). И, наоборот, за редким исключением, продажи без покрытия на срок не допустимы, если не учитываются разовые изменения биржевой цены или ноль минус разовое изменение биржевой цены.

Реализация указанных положений обычно описывается как "тест на включение разового изменения биржевой цены при формировании цены продажи акции". Цена для ссылки, используемая в качестве проверки, представляет собой либо цену последней транзакции, которая была сообщена в соответствии с планом отчетности по эффективным транзакциям, либо рассматриваются цены какой-либо отдельно взятой биржи. Фондовая биржа Нью-Йорка (New York Stock Exchange, Inc. (NYSE)) и Американская фондовая биржа (American Stock Exchange LLC (Amex)) использовали данные своих торгов для проведения указанной проверки.

Комиссия приняла к исполнению вышеуказанный вид проверки после изучения воздействия продаж без покрытия на срок с целью понижения котировок рынков. Принимая к исполнению указанный вид проверки, Комиссия преследовала три цели:

- предоставить возможность неограниченных продаж без покрытия на срок для развивающихся рынков;
- предотвратить продажи без покрытия на срок при довольно низких ценах, при этом исключалась бы возможность использования такого рода продаж для игры на понижение; и
- не дать возможность игрокам, использующим продажи без покрытия на срок, ускорить падение рынка путем истощения оставшихся предложений на одном

ценовом уровне, благодаря чему при помощи продавцов, играющих на повышение, установились бы довольно низкие цены.

Указанные цели и сегодня являются основополагающими в Правиле 10a-1. Они представляют собой задачу Комиссии по предотвращению использования продаж без покрытия на срок с целью манипуляции или оказания давления на рынок по отдельным ценным бумагам независимо от истинных намерений продавца. Так как конгресс предоставил Комиссии особые законодательные полномочия для регулирования продаж без покрытия на срок, Комиссия приняла правило, которое вносит ограничения на продажи без покрытия на срок с определенными видами ценных бумаг. Таким образом, любое лицо, не имеющее никаких незаконных намерений, может нарушить данное правило.

В правило 10a-1 был внесен ряд исключений на определенные виды деятельности, которые не рассматриваются, как способные причинить вред, против которого и направлено само правило. Комиссия также оговорила в правиле определенные ситуации, когда положения правила не действуют, так как в таких ситуациях не возникает возможность нарушения, против которого направлено правило. Недавно комиссия получила несколько дополнительных запросов с предложением отменить действие правила. Некоторые из таких запросов в случае получения одобрения в корне могут изменить положения самого правила. Мы надеемся, что комментарии общественности помогут нам дать точную оценку таким запросам. Таким образом, мы приводим такие запросы в настоящей публикации.

Действие положений правила 10a-1 распространяется лишь на продажи без покрытия на срок ценных бумаг зарегистрированных на бирже, либо продающихся на бирже.



В 1986 Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (НАСД) провела исследование продаж без покрытия на срок на рынке Nasdaq. В результате указанного исследования пришли к выводу, что если для транзакций с ценными бумагами Nasdaq будут приняты ограничения, подобные тесту на включение разового изменения биржевой цены при формировании цены продажи акции, то это в значительной степени будет сдерживать проведение торгов. Однако НАСД предложила использовать правило по продажам без покрытия на срок, действие которого распространялось бы на ценные бумаги Системы внебиржевой торговли акциями национального рынка США, при этом выявилось значительное отставание в конкуренции между НАСД и биржами. В 1994 году комиссия приняла правило НАСД. В настоящее время оно имеет обозначение Правило НАСД 3350.

Правило 3350<sup>12</sup> запрещает членам НАСД практиковать продажи без покрытия на срок ценными бумагами Системы внебиржевой торговли акциями национального рынка США по цене или ниже текущей цены предложения, как то указано на табло Nasdaq, когда такая цена ниже предыдущего предложения (это называется "тест предложения"). В правиле есть ряд исключений, включая исключения для квалифицированных брокерских фирм Nasdaq, брокерских фирм, осуществляющих транзакции с пакетами акций и брокерских фирм, имеющих право на куплю-продажу фиксированных сумм финансовых инструментов. Правило 3350 также включает исключения, подобные тем, что имеются в правиле 10a-1. НАСД также требует от своих членов регулярно отчитываться по итоговым продажам без покрытия на срок по счетам всех клиентов и частных фирм.

В 1996 НАСД провела изучение экономического воздействия правила Nasdaq, регулирующего продажи без покрытия на срок. В результате указанного изучения

---

<sup>12</sup> NASD Regulation "Rule 3350 -- Aggregation Units", <http://www.nasdr.com>

пришли к выводу, что правило Nasdaq, регулирующее продажи без покрытия на срок, эффективно для ограничения продаж без покрытия на срок в процессе предложения ценных бумаг на продажу при значительном понижении цены, с другой стороны, указанное правило не влияет на качество работы рынка. Было указано, что "правило Nasdaq, регулирующее продажи без покрытия на срок, выполняет задачи, поставленные перед ним – замедление процесса нарастания продаж без покрытия на срок в ходе понижения цен. При этом наблюдается лишь незначительное негативное влияние правила на нормальную работу продаж без покрытия на срок при работе с акциями Nasdaq."

Несмотря на проведенные исследования в области «коротких продаж» и рекомендации основные положения Правила 10a-1 вот уже в течение 60 лет остаются без изменений. Однако, развитие рынков приуменьшает необходимость использования Правила в его сегодняшней форме. Помимо прочего национальные фондовые биржи характеризуются значительным уровнем прозрачности и законодательного контроля. Прозрачность помогает игрокам рынка наблюдать и оценивать изменение рыночных цен, что во многом ограничивает возможности таких продаж оказывать дестабилизирующее воздействие на формирование цен. Организации, осуществляющие самостоятельный контроль, располагают сложными технологиями надзора, благодаря которым они могут осуществлять мониторинг деятельности рынка в режиме реального времени. Такой надзор сокращает возможные риски скрытых манипуляций и позволяет контрольным органам отслеживать такие виды деятельности, предотвращение которых и предусматривало Правило 10a-1. По мере изменения рынков стороны, участвующие в комментарии, постоянно задаются вопросом о том, какова же связь между целями, которые преследует Правило 10a-1 и функционированием самого Правила.

---

### ***1.3 Манипулятивные сделки с использованием возможностей сети Интернет***

Возрастающие возможности сети Интернет сегодня активно осваиваются миллионами пользователей. Однако расширение всемирной паутины и возрастание объема и качества доступных ресурсов сопровождается в последние годы стремительным ростом различных злоупотреблений. В условиях широкого распространения интернет-технологий в сфере экономической деятельности сетевая преступность сегодня представляет реальную угрозу безопасности потребителей, бизнеса, государства и общества.

Не стал исключением и фондовый рынок. С одной стороны, интернет-сервера являются отличным способом реализации инвестиционных возможностей инвесторов, экономящим их средства и время. С другой - это один из инструментов мошеннической деятельности, позволяющий вводить в заблуждение частных инвесторов и манипулировать информацией в целях собственной выгоды.

#### Схемы манипулятивных операций с ценными бумагами в сети Интернет

Инвестирование денежных средств на иностранных фондовых рынках с использованием сети Интернет сопряжено с риском быть вовлеченными в различного рода мошеннические схемы. Так, в 1999 году Федеральная Комиссия по Торговле (FTC) США зарегистрировала 18 тыс. жалоб, а Комиссия по Ценным Бумагам и Биржам (SEC) регистрирует от 200 до 300 жалоб на возможные мошенничества с ценными бумагами ежедневно. Согласно оценкам NASAA<sup>13</sup> неосторожные инвесторы теряют приблизительно \$10 миллиардов в год из-за мошенничества с капиталовложениями.

В письме ФКЦБ от 20 января 2000 г. № ИБ-02/229 «О возможных мошеннических схемах при торговле ценными бумагами с использованием сети Интернет»,<sup>14</sup> описаны

---

<sup>13</sup> NASAA (North American Securities Administrators Association)- Североамериканская ассоциация администраторов ценных бумаг: <http://www.nasaa.org>

<sup>14</sup> Письмо Федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг «О возможных мошеннических схемах при торговле ценными бумагами с использованием сети Интернет» от 20.01.2000 № ИБ-02/229// Вестник

некоторые наиболее типичные мошеннические схемы. Из них к манипулятивным стратегиям можно отнести:

1. **Схема "увеличить и сбросить" (Pump&dump)** - вид рыночной манипуляции, заключающейся в извлечении прибыли за счет продажи ценных бумаг, спрос на которые был искусственно сформирован. Манипулятор, называясь инсайдером или осведомленным лицом и распространяя зачастую ложную информацию об эмитенте, создает повышенный спрос на определенные ценные бумаги, способствует повышению их цены, затем осуществляет продажу ценных бумаг по завышенным ценам. После совершения подобных манипуляций цена на рынке возвращается к своему исходному уровню, а рядовые инвесторы оказываются в убытке. Данный прием используется в условиях недостатка или отсутствия информации о компании, ценные бумаги которой редко торгуются.
2. **Навязывание информации (Touting)** - часто инвесторов вводят в заблуждение недостоверной информацией об эмитенте, преувеличенными перспективами роста компаний, ценные бумаги которых предлагаются. Недостоверная информация может быть распространена среди широкого круга пользователей сети самыми разнообразными способами: размещена на информационных сайтах, электронных досках объявлений, в инвестиционных форумах, разослана по электронной почте по адресам. Анонимность, которую предоставляет своим пользователям сеть Интернет, возможность охвата большой аудитории, высокая скорость и гораздо более низкая стоимость распространения информации по сравнению с традиционными средствами делает Интернет наиболее удобным инструментом для мошеннических действий.

3. **Скальпирование (Scalping)**- скальперы покупали акции, а затем рекомендовали их посредством писем и инвестиционных сайтов, не упоминая о том, что владеют данными бумагами. После роста котировок они продавали свои бумаги.
1. **Мусорная почта (Spamming)**- некоторые из обвиняемых рассылали большое количество электронных писем с рекомендациями покупки акций, не упомянув, что данные компании платили рекомендующим за навязывание их акций.

Стивен Катлер, исполнительный директор SEC's Enforcement Division, сообщил<sup>15</sup>, что в середине 2000 года Комиссией по ценным бумагам были зарегистрированы случаи, в большинстве своем относящиеся к манипулированию ценами на вторичном рынке. Из идентифицированных SEC мошенничеств большая часть связана с акциями небольших фирм, торгуемых на так называемых досках объявлений рынка OTC (OTC Bulletin Board (OTCSBV)), систему котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам для акций, не включенных в листинг трех главных бирж США. OTCBV включает акции около 7,000 небольших корпораций.

Акции малокапитализированных компаний (microcap stocks) чаще всего подвержены рыночным манипуляциям. Связано это с тем, что Комиссия по ценным бумагам США не требует от них периодического отчета о деятельности.

Недостаток открытой информации о компаниях, отсутствие минимальных стандартов, присущих акциям, котируемым на биржевых рынках, огромный риск, связанный с выходом компании на рынок впервые, представление новых услуг - все эти характеристики отличают акции компаний малой капитализации от других акций и дают дополнительные преимущества манипуляторам. Многие компании нанимают рекламных агентов, распространяющих ложную информацию, используют схемы «котельной» (“boiler room”). Эта схема буквально вынуждает потенциальных инвесторов приобрести какие-то ценные

---

<sup>15</sup> «Internet-Related Stock Fraud Cases Increasing SEC», <http://www.newsbytes.com/news/00/157796.html>

бумаги, поскольку рекламные агенты по телефону в течение нескольких часов рассказывают об их «выдуманных» достоинствах.

Увеличение мошеннических операций с ценными бумагами происходит в основном в форме манипуляций не напрямую, а с использованием схемы “pump-and-dump”, так называемой схемы «накачки». Мошенники использовали чаты, электронную почту и веб-сайты для того, чтобы инсценировать огромный спрос на акции мелких компаний, искусственно раздувая их номинальную стоимость. По мнению SEC, если раньше спрос на акции создавали путем многочисленных телефонных звонков или же непосредственных контактов между брокерами и инвесторами, то теперь достаточно иметь в офисе или квартире персональный компьютер и доступ в Интернет.

Среди других факторов, повлиявших на развитие манипулятивных операций, SEC выделяет две одновременных причины распространения интернет-мошенничества с ценными бумагами: увеличение “бычьего” рынка, которое привело новых и неопытных инвесторов, а также ускоренный рост Интернета как источника информации.

В самом деле, распространение инвестиционных сайтов, новостных писем (online newsletters) и дискуссионных форумов, трансформировало способ, которым многие люди собирали информацию для инвестиций. С одной стороны, законные новостные и информационные сайты дают небольшим инвесторам быстрый доступ к детальной и экспертной информации, ранее бывшей прерогативой брокерских домов и больших клиентов. The Motley Fool и Silicon Investor ([www.siliconinvestor.com](http://www.siliconinvestor.com)), например, стали основными ресурсами инвестиционной информации для множества людей, позволив приобщиться к успеху таких компаний, как Netscape (NASDAQ: NSCP), America Online (NYSE: AOL), или Amazon.com (NASDAQ: AMZN)<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> Netscape- компания, занимающаяся разработкой удобного графического интерфейса для просмотра страниц weba; Amazon- крупнейший он-лайнвый магазин по продаже книг, аудио- и видеоматериалов; America On-Line- крупнейший провайдер интернет-услуг. Акции этих компаний котируются на крупнейших американских биржах и являются лидерами по капитализации и объемам сделок.

Мошенники используют этот инвестиционный голод, прикидываясь обычными инвесторами в дискуссионных группах или маскируясь независимыми экспертами, со своими собственными веб-сайтами.

Во избежание потерь средств при инвестировании на иностранных фондовых рынках, Комиссией по ценным бумагам и биржам США совместно с Отделом по наблюдению за Интернетом (OIE) были разработаны специальные рекомендации, способные помочь неопытному инвестору<sup>17</sup>:

1. *Осознанность подхода к выбору объекта инвестиций.* Перед тем, как покупать ценные бумаги эмитентов инвестору необходимо ознакомиться с профилем деятельности компании - эмитента, провести историческую оценку движения акций, динамики финансовых показателей эмитента, ознакомиться с последними годовыми и квартальными отчетами, получить информацию о последних корпоративных событиях. В этом смысле полезным источником информации для инвесторов будет сайт раскрытия Комиссии по ценным бумагам и биржам США EDGAR ([www.sec.gov/edgarhp.htm](http://www.sec.gov/edgarhp.htm)), а также частные сайты ([www.financialweb.com](http://www.financialweb.com), [www.companysleuth.com](http://www.companysleuth.com), [www.hoovers.com](http://www.hoovers.com), [www.financewise.com](http://www.financewise.com), [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)). Сравнить кредитный рейтинг интересующего эмитента с рейтингом других эмитентов можно, используя информацию, размещенную на сайтах рейтинговых агентств Moody's и Standard & Poors ([www.moody.com](http://www.moody.com), [www.standardpoor.com](http://www.standardpoor.com)).

2. *Обращаться к услугам брокера, которому доверяете.* Помимо выбора объекта инвестиций инвестор должен определиться в выборе брокерской компании, через которую он намеревается совершать операции. Для того чтобы избежать возможных недоразумений и убытков, перед открытием счета в брокерской

---

<sup>17</sup>“Investor Alert: Stock Market Fraud "Survivor" Checklist”, <http://www.sec.gov/investor/pubs/fraudsurvivor.htm> и “Avoiding Internet Investment Scams: Tips for Investors”, <http://www.sec.gov/investor/online/scams.htm>

компания целесообразно: а) выяснить, имеется ли у компании лицензия на осуществление деятельности на рынке ценных бумаг Комиссии по ценным бумагам и биржам США - Securities and Exchange Commission (SEC) ([www.sec.gov](http://www.sec.gov)); б) узнать о дисциплинарной истории брокерской компании и нарушениях законодательства о ценных бумагах, которые были выявлены у брокерской компании Комиссией по ценным бумагам и биржам США и Национальной ассоциацией дилеров ценных бумаг - National Association of Securities Dealers (NASD). Такую информацию можно найти на сайтах [www.sec.gov](http://www.sec.gov), [www.nasd.com](http://www.nasd.com), [www.nasdr.com](http://www.nasdr.com), а также обратившись в NASD по бесплатному телефону 1-800-289-9999; в) узнать, является ли брокерская компания членом Корпорации по защите интересов инвесторов в ценные бумаги - Securities Investor Protection Corporation (SIPC), организации, занимающейся разработкой компенсационных схем и выплатой средств инвесторам в случае неплатежеспособности брокерской компании ([www.sipc.org](http://www.sipc.org)).

3. Тщательно обдумывать различного рода "заманчивые" предложения, обещания высоких гарантированных прибылей, избегать контактов с организациями, которые не дают четких и подробных разъяснений в отношении своих инвестиционных механизмов. Брокеры, профессионально работающие на рынке и заботящиеся о своей репутации, заинтересованы в каждом клиенте и не откажут в предоставлении дополнительной информации о своей компании.

4. Проявлять должную осторожность и осмотрительность при предоставлении информации о паролях доступа к своему инвестиционному счету, номерах банковских счетов, номерах кредитных карт третьим лицам, за исключением случаев, когда есть полная уверенность в том, что получатель информации действует на законных основаниях и ее раскрытие действительно необходимо для совершения сделки.

---



5. Использовать лимитные приказы во избежание покупки или продажи акций по ценам выше или ниже желаемой. Лимитный приказ на покупку или продажу ценных бумаг предполагает наличие заранее определенной инвестором цены исполнения. В случае размещения рыночного приказа у инвестора отсутствует контроль за ценой исполнения приказа. Брокер может злоупотребить незнанием инвестора относительно цен, сложившихся на рынке, что может привести к непредвиденным финансовым потерям для инвестора.

В июле 1998 года Комиссия по ценным бумагам США объявила о создании специализированного Отдела по наблюдению за сетью Интернет (The Office of Internet Enforcement (OIE)). Основная цель данного отдела- надзор за инвестиционной активностью в сети Интернет, разработка специальных мер и программ, по борьбе с мошенническими операциями, установление связей между международными правоохранительными органами и департаментами Комиссии по ценным бумагам США.

В дополнение, OIE координирует деятельность отдела “CyberForce”- группы, состоящей из более чем 200 юристов, бухгалтеров и следователей, работающих в Комиссии, чья цель- наблюдение за Интернет. OIE совместно с Центром образования и помощи инвесторам (Office of Investor Education and Assistance) управляет Центром по приему жалоб Комиссии по ценным бумагам США (SEC’s Complaint Center), который получает сотни жалоб ежедневно. Также OIE служит связным звеном между международными правоохранительными органами, занимающимися расследованиями различного рода преступлений в сети Интернет, и национальными агентствами.

Кроме того, SEC способствовала образованию узкоспециализированного отдела, занимающегося сбором данных и расследованием случаев, связанных с мошенническими операциями с акциями компаний малой капитализации. При обнаружении подобного правонарушения отдел имеет право выдать ордер на временное

приостановление деятельности подобной компании, принять мер по немедленному замораживанию активов, а также другие штрафные санкции, такие как аннулирование регистраций, штрафы и др. SEC старается в большей мере использовать в своей работе ордера на приостановление деятельности компании, чтобы в случае дезинформации о различного рода манипуляциях с ценными бумагами, не навредить репутации эмитента.

Перспективным направлением контроля над преступностью в сети Интернет считается привлечение помощи самих инвесторов. В этих целях ФБР и Департамент Юстиции США открыли сайт, посвященный мошенничеству в сети<sup>18</sup>.

(The Internet Fraud Complaint  
Center (IFCC)) « »

. Данный ресурс также обеспечивает полицейских информацией о схемах, используемых мошенниками и инструкциями по предотвращению подобных фактов. Помимо этого, центр обеспечивает общественность статистической информацией не только о мошенничествах, но и о тенденциях развития Интернет в целом.

2000 - 2000 . В отчете собраны данные о случаях мошенничества, о тех, кто обращается в данную организацию, о «преступниках» и о взаимодействии между «жалобщиками» и преступниками .

Для составления более четкого представления о правонарушениях в сети Интернет, о том, какие области более подвержены мошенническим действиям, все собранные заявления были разделены на группы, составленные с учетом специфики присланных жалоб. Мошеннические действия с ценными бумагами были выделены в

<sup>18</sup> Находиться этот сайт по адресу: [www.ifccfbi.gov](http://www.ifccfbi.gov).

отдельную группу вместе с печально известной схемой «Пирамиды Понци»<sup>19</sup>. Эта категория получила название инвестиционное мошенничество.

Под *инвестиционным мошенничеством* подразумеваются вводящие в заблуждение методы, включающие в себя использование денежных средств для создания дополнительного капитала, или же через венчурные предприятия и другие средства получения дохода, которые в конечном итоге приводят к увеличению вложенных средств<sup>20</sup>. К инвестиционному мошенничеству относятся манипулятивные операции на рынке ценных бумаг и схема «Пирамиды Понци».

По данным отчета<sup>21</sup> 64% составили жалобы на мошенничество с использованием аукционных схем, на втором месте (22%) - стоят оплаченные кредитными карточками через многочисленные платежные системы, но не доставленные покупки, а третье место с результатом в 4,3% занимает *инвестиционное мошенничество*. Более половины жалоб, полученных в связи со случаями инвестиционного мошенничества, пришлось именно на манипулятивные сделки с ценными бумагами.

Очень интересные данные появились после полной обработки информации о «жертвах» мошеннических операций. Портрет среднестатистического отправителя жалобы оказался таковым: 30-ти летний мужчина, житель одного из крупных городов США, имеющий высшее или среднее образование, с доходом больше 80000 долларов в год. Минимальный убыток такого мужчины оказался больше 400 долларов.

Результаты данного отчета, на мой взгляд, показывают: отнесение манипулятивных операций на рынке ценных бумаг к недобросовестной торговле мало

---

<sup>19</sup> Эта криминальная схема посягательств на интересы акционеров, вкладчиков и других инвесторов получила широкое распространение в кризисный период развития финансового рынка во многих странах. Не стала исключением и Россия. Свое название эта криминальная схема получила по имени итальянского иммигранта Карло Понци, который впервые использовал ее в широких масштабах в 1920 году в Бостоне (США). В России расцвет данного вида мошенничества пришелся на 1993 - 1994 гг.

<sup>20</sup> Barron's Dictionary of Finance and Investment Terms, Fifth Ed., 1998.

<sup>21</sup> Internet Fraud Complaint Center, "Six Month Data Trend Report", may-november 2000, <http://www.ifccfbi.gov/strategy/6monthreport.pdf>

отражает суть данных сделок. По мнению автора, манипулятивные операции носят в большей степени характер мошеннических сделок. Это подтверждается, в первую очередь, тем, что помимо существующих стандартных вариантов манипулятивных операций на рынке ценных бумаг (пулы, корнеры, мокрые продажи и др.) время от времени появляются новые все более изощренные схемы. Такие схемы, позволяют вводить в заблуждение не только малообразованных людей, но и людей со средним и высшим образованием, являющихся потенциальными инвесторами. Вместе с новейшими информационными технологиями, позволяющими в считанные минуты получать информацию из разных концов света, большими возможностями для инвесторов принимать обдуманное решения, с одной стороны, происходит расширение инструментальной базы и технических возможностей для претворения в жизнь планов манипулятивных сделок - с другой. Сценарии манипулятивных сделок становятся все более ухищренными, а круг обманутых инвесторов увеличивается, стираются территориальные границы, благодаря возможностям сети Интернет. Почти полная анонимность, обеспечиваемая Интернетом, усложняет процесс поиска преступников.

Появление такого сайта является первым шагом на пути становления международного законодательства, охватывающего узкий сегмент фондового рынка-электронный трейдинг и инвестирование он-лайн в международном масштабе.

В России контролем над преступностью в Сети будет заниматься специально созданное в ФСБ Управление компьютерной и информационной безопасности. Его задачей является предупреждение, выявление и пресечение преступлений в сфере телекоммуникаций, в том числе в Интернете. Открытый в Академии ФСБ новый факультет, на котором будут готовить специалистов в области информационной безопасности, должен решить проблему кадров.

Подобные органы созданы во многих странах и действуют достаточно успешно, тем не менее, положить конец компьютерным преступлениям фактически не удастся.

Международная торговая палата (МТП) создает специальную структуру, которая будет оказывать содействие компаниям во всем мире в борьбе с электронными преступлениями. Создаваемый отдел по борьбе с преступлениями в Интернет, будет работать в тесном контакте с Lyon, французским отделением Интерпола. Новая структура - одно из подразделений службы по борьбе с коммерческой преступностью МТП со штаб-квартирой в Париже, - должна стать первичным источником информации для компаний, которые хотят уберечь себя от преступных действий через Интернет.

Для наглядности рассмотрим несколько случаев манипулятивных сделок в сети Интернет.

Комиссия по ценным бумагам и биржам осенью 2000 года провела расследования по всей стране, целью которых было выявление случаев манипулирования в сети Интернет, а также привлечение виновных лиц к уголовной ответственности<sup>22</sup>.

Результатом проведенных расследований стало возбуждение 15 дел против 33 компаний и физических лиц, которые при помощи средств Интернета вводили инвесторов в заблуждение, используя манипуляции по выманиванию средств на покупку акций с последующей продажей по демпинговым ценам. Нарушители закона, работавшие в этой сфере фондового рынка, "выкачали" из инвесторов и осуществили рыночную капитализацию акций на сумму более чем 1.7 млрд. долл. В действие были вовлечены акции более чем 70 компаний с небольшим капиталом и нелегальные доходы, превышающие 10 млн. долл. Дела, поданные в суд, включают 11 гражданских дел, возбужденных в окружных судах США по всей стране, и четыре административных дела.

---

<sup>22</sup> "SEC Continues Nationwide Crackdown Against Internet Fraud, Charging 33 Companies and Individuals With Fraud For Manipulating Microcap Stocks" // <http://www.sec.gov/news/press/2000-124.txt>

Рассмотрим несколько случаев:

*1. Комиссия по ценным бумагам и биржам против Torsten Prochnow d/b/a/ Stockreporter.de, Dennis C. (Окружной суд США, Северный Округ, штат Калифорния)*

Комиссия утверждает, что Torsten Prochnow и Dennis C. Hass, граждане Германии, настойчиво предлагали к покупке акции приблизительно 64 открытых акционерных компаний США при помощи web-узла Stockreporter.de и при помощи многочисленной почтовой рассылки и пресс-релизов. Как указывается в заявлении, Prochnow, Hass и компания WorldofInternet.com AG (немецкая корпорация, которой владеют Prochnow и Hass) рекомендовали инвесторам из США покупать акции и эти инвесторы по рекомендациям, предложенным на web-узле Stockreporter.de, покупали акции. На web-узле Stockreporter.de содержалась недостоверная информация о том, что руководители Stockreporter.de имеют планы долгосрочной коммерческой деятельности. На web-узле была также предложена недостоверная информация о финансовом положении компаний и прогнозы о ценах на акции одного из эмитентов. На указанном web-узле также утверждалось, что руководители Stockreporter.de не получают никакого вознаграждения за рекламирование и продвижение акций других компаний. При этом как web-узел, так и пресс-релизы не раскрывали истинный объем и источники получаемого вознаграждения.

Благодаря указанной деятельности цены и объемы торгов акций определенных эмитентов значительно выросли за короткий промежуток времени. Необоснованные рекомендации привели к тому, что акции 28 компаний выросли на 28 – 390 процентов. По крайней мере, по 15 случаям Комиссия утверждает, что Prochnow and Hass продали свои акции и вздули цены на рынке, получив при этом прибыль в размере 111,530 долл. Не принимая и не отрицая обвинения, выдвигаемые комиссией, Prochnow and Hass признали и приняли к исполнению указание, требующее прекратить и впредь не нарушать положений раздела 17(б) Закона о ценных бумагах и биржах от 1933 года,

---

раздела 10(б) Закона о ценных бумагах и биржах от 1934 года и Правила 10б-5 Закона о биржах. В соответствии с принятым решением они совместно и порознь должны выплатить несправедливо полученную прибыль в размере 111,520 долл., а также несправедливо полученные проценты и каждый должен выплатить штраф в размере 50,000 долл.

*2. Комиссия по ценным бумагам и биржам против Donald Rutledge и Gregory Skufca (Окружной суд США, Округ штата Колорадо)*

Комиссия утверждает, что Donald Rutledge, учредитель из Канады и Gregory Skufca брокер американской компании Shell воспользовались схемой создания компании Plus Solutions, Inc., выпустив акции по 5 долл. без предложения акций для общественности. Их план предусматривал повышение котировок компании Snelling Travel путем дробления акций по схеме 29 к 1, а затем слияние Plus Solutions с Snelling Travel при продаже акций вне биржи. Rutledge and Skufca планировали создать видимость спроса на акции альянса компании вплоть до 5 долл. и более за акцию, а затем предложить акции на рынок.

Комиссия утверждает, что Rutledge and Skufca претворяли в жизнь предусмотренную схему и вышли на рынок во второй половине декабря 1999 года. При этом продажа акций осуществлялась по ценам более чем 5 долл. за акцию. John Black, сотрудник Rutledge отправил по электронной почте сообщение (на специальной доске объявлений в Интернете) о компании Snelling с заведомо ложной информацией. Однако, план потерпел неудачу, так как дробление акций компании Snelling не удовлетворяло требованиям NASD. В результате неточности в связи с дроблением акций предполагаемый альянс развалился и акции компании Snelling упали в цене. Комиссия выступает с требованием о принятии запретительного решения суда в отношении Rutledge and Skufca, которые нарушили положения Раздела 17(a) Закона о ценных

бумагах и биржах от 1933 года, Раздел 10(б) Закона о ценных бумагах и биржах от 1934 года и Правила 10б-5 по Закону о работе бирж.

Комиссия также требует принятия решения в отношении Skufca о выплате им нечестно полученных прибылей и процентов, а также выплате денежных штрафов Rutledge and Skufca . Не принимая и не отрицая обвинения, выдвигаемые комиссией, Black признал и принял к исполнению указание, требующее прекратить и впредь не нарушать положений раздела 17(б) Закона о ценных бумагах и биржах от 1933 года.

Таким образом, в США большое внимание уделяется вопросу проведения манипулятивных сделок с использованием сети Интернет.

Применительно к российской практике возникновение манипулятивных случаев с использованием Интернет-технологий представляется в настоящее время, по мнению автора, невозможным. На это существует ряд причин:

- ✓ Во-первых, неразвитость российской части Интернета, российской пользователь не осведомлен обо всех возможностях, предоставляемых сетью;
- ✓ Во-вторых, недоверие к всякого рода сомнительным предложениям. Опыт «МММ» и подобных предприятий наложил отпечаток на поведение потенциальных инвесторов;
- ✓ В-третьих, на российском фондовом рынке системы Internet-Trading стали появляться лишь в последние год-два. Поэтому еще не сформировалось должное доверие к возможности размещения средств посредством сети Интернет.

Возможно в ближайшем будущем инвестирование средств, используя возможности сети Интернет, станет столь обычно, как и услуги фондовой биржи. Но для организации этого сегмента на российском рынке ценных бумаг нужно принять во



внимание практику законодательного регулирования данного вида инвестиционной активности, а также систему организации надзора на развитых рынках.

## Глава II Регулирование манипулятивных сделок на развитых рынках

### *2.1 Регулирование манипулятивных сделок на фондовом рынке США*

Рынок ценных бумаг США был одним из первых рынков, который познакомился с практикой манипулятивных сделок на начальных этапах организации фондового рынка.

В 1830 г. на будущей Нью-Йоркской бирже котировалось свыше 30 выпусков ценных бумаг. Большая часть из них - займы правительства и акции банков.

Переход к акционерной форме собственности повысил роль ценных бумаг как формы общественного богатства. В период «золотой лихорадки» значительно возрос выпуск акций горнодобывающих компаний; вся история строительства железных дорог в США в XIX в. также тесно связана с Нью-Йоркской биржей. Объем выпусков акций неуклонно рос, но только к концу XIX в. они заняли главенствующее место в биржевом обороте.

Важнейшим проявлением саморегулирующих начал в развитии биржевой деятельности стало ужесточение требований к компаниям, акции которых допущены на биржу. Начиная с 70-х годов XIX в. каждая компания, желающая распространять свои выпуски на Нью-Йоркской бирже, была обязана представить в биржевой комитет достоверную информацию о финансовых активах. Тогда же стало ясно, что невозможно следить за котировками по всем видам и выпускам ценных бумаг одновременно.

Брокерам, специализирующимся на акциях определенных компаний, было предписано находиться в разных местах биржевой площадки: так были заложены основы современной американской системы специалистов (*specialists*).

Нью-Йоркская фондовая биржа всегда выступала в качестве «закрытого клуба» и ожесточенно сопротивлялась вмешательству государства в свою деятельность.

В то же время «закрытый клуб» ничем не ограничивал своих членов в приемах и методах проведения биржевых сделок. На фондовом рынке процветали операции манипулирования ценами: фиктивные («*matched sales*») и по договоренности («*matched orders*»). Широкое

распространение получили практика «коротких продаж» (“short selling”) и «корнирование» рынка (“cornering the market”). Это, во-первых, дестабилизировало цены, во-вторых, ущемляло интересы простых акционеров. Фондовая биржа перестала быть идеальным конкурентным рынком. Контроль рынка исключительно саморегулируемыми организациями уже не соответствовал достигнутому уровню развития биржевых операций и не гарантировал безопасности акционеров, становившихся жертвами финансовых афер и махинаций.

В начале XX в. встал вопрос о введении государственного регулирования на рынке ценных бумаг.

Первым этапом становления антимаанипулятивного законодательства в США стали так называемые законы «синего неба» (“blue sky laws”)<sup>23</sup>, предназначавшиеся для защиты интересов инвесторов от недобросовестных дилеров, готовых продавать любые, необеспеченные реальными активами акции, стоящие, как говорят американцы, не больше «кусочка синего неба» (“a path of blue sky”). Первый такой закон был принят в 1911 г. в штате Канзас с целью защиты «аграрного Запада от денежного Востока». Власти штатов, стремясь не допустить распространения сомнительных акций, требовали регистрировать как все новые выпуски ценных бумаг, так и дилеров, работающих с ними, а также применять соответствующие санкции при обнаружении фактов обмана инвесторов.

Быстрый рост американской экономики после первой мировой войны сопровождался ускоренным ростом биржевого оборота. Биржевой бум стимулировался различными спекулятивными махинациями: пулами (при легальном участии в них инсайдеров), инвестированием в «понзи» (ponzi), «пирамидами» (pyramid).

---

<sup>23</sup> Законы получили свое название, от брокерских стратегий, которые подразумевали продажу акций, необеспеченных реальными активами. Американцы говорили, что подобные акции стоят не больше “кусочка синего неба” (“a path of blue sky”).

Спекуляции, в том числе и манипулятивные сделки, в 20-х годах во многом базировались на кредите: банки активно занимались торговлей ценными бумагами и охотно кредитовали инвесторов, покупающих акции. В условиях низкого маржевого покрытия (меньше 10%), определяемого каждым брокером самостоятельно, крах на фондовой бирже в октябре 1929 г. повлек за собой кризис неплатежей в банковской системе<sup>24</sup>.

"Великая депрессия в США переросла в катастрофу именно потому, что федеральные власти вовремя не поддержали коммерческие банки" - писал известный экономист М. Фридмен<sup>25</sup>.

Америка перешла на новый этап формирования законодательной базы, основным лозунгом которой стала защита инвестора от практик недобросовестной торговли, оказавших столь серьезное влияние на американский рынок ценных бумаг.

В ходе первых реформ, проводимых в 30-е годы администрацией президента Ф. Рузвельта, наиболее весомой стала реформа, призванная провести оздоровление всей финансовой системы, включавшая в себя предложения относительно федерального регулирования рынка ценных бумаг и товарных бирж. Важнейшие законы, принятые в 30-е годы, заложили основы самой первой и самой эффективной в мире американской модели регулирования рынка ценных бумаг.

Закон о ценных бумагах 1933 г. (The Securities Act of 1933) усилил государственное регулирование первичного рынка ценных бумаг. Главным становится принцип раскрытия информации (disclosure) для инвесторов. Отныне все новые выпуски не только централизованно регистрировались на государственном уровне Комиссией по

---

<sup>24</sup> О. Сухова "Организация рынка ценных бумаг США"// Рынок ценных бумаг.-1998.-№2

<sup>25</sup> там же

ценным бумагам и биржам, но и тщательно проверялись. Каждое регистрационное заявление (registration statement) анализировалось независимым аудитором.

Закон о фондовых биржах (Securities Exchange Act of 1934) появился в 1934 г., заложивший основу Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), запрет на короткие продажи. Фиктивные сделки и сделки по договоренности запрещались. К инсайдерам предъявлялись жесткие требования регулярного предоставления отчетности. Совету управляющих ФРС предоставлялось право устанавливать величину маржевого покрытия. Регулирование распространялось на все вторичные рынки: работать на бирже и в сфере внебиржевого оборота разрешалось только дилерам, зарегистрированным SEC.

Указанные Законы и по сей день остаются лучшим примером организации антимаанипулятивного законодательства во всем мире.

Основная цель Закона о ценных бумагах 1933 г., как уже отмечалось, заключалась в построении системы общих норм, регулирования биржевых и внебиржевых рынков и в формировании эффективного механизма, способного предотвратить появление практик недобросовестной торговли на рынке ценных бумаг.

Раздел 17 Закона посвящен мошенничеству на фондовом рынке. Несмотря на то, что этот раздел содержит более общие нормы - запрещает мошенничество на фондовом рынке - его традиционно считают направленным против манипулирования ценами, поскольку методы, перечисленные в нем, широко используются для манипулирования. На практике, осуществляя преследование по конкретным случаям манипулирования, всегда ссылаются на Раздел 17 Закона о ценных бумагах 1933 г.

В соответствие с данным разделом незаконным признается:

- использование любого инструмента, схемы или трюка для совершения обмана;

- получение денег или имущества посредством любого ложного заявления о материальном факте или сокрытия материального факта, когда такое заявление должно быть сделано в свете сложившихся обстоятельств;

- вовлечение в любую сделку, практику, процесс бизнеса, операции которые ведут или могут привести к мошенничеству или обману покупателя.

Также незаконным признается публикация, рекламных объявлений, газет, статей, писем, инвестиционных услуг или коммуникационных сообщений, которые, хотя и не предлагают купить определенную ценную бумагу, но дают ей характеристику за вознаграждение, полученное или которое может быть получено, прямо или косвенно, от эмитента, андеррайтера или дилера, без полного раскрытия факта вознаграждения, в прошлом или будущем, и, соответственно, суммы вознаграждения<sup>26</sup>.

Таким образом, можно еще раз отметить общий характер данного раздела Закона о ценных бумагах 1933 г. В нем е раскрываются конкретные практики манипулирования, меры по их предотвращению. Закон носит объяснительный характер, вместе с тем основной акцент делается на запрещение сокрытия существенной информации от инвестора и введение его в заблуждение.

Рассмотрим Закон о фондовых биржах с точки зрения манипулятивных операций.

Определение понятия манипулирования впервые появилось в Законе 1934 года.

В соответствии с Правилom 10б-1<sup>27</sup> «Запрет на использование манипуляций или вводящих в заблуждение схем или планов в отношении определенных ценных бумаг, освобожденных от регистрации» термин манипулирование (или введение в заблуждение) определяется как действие или несовершение действия были бы незаконны в соответствии с разделом 9 (а) или любым правилом или постановлением, относящимся к

---

<sup>26</sup> The Securities Act of 1933, The Center for Corporate Law University of Cincinnati College of Law, <http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/index.html>

такой ценной бумаге или предписанной для операции с ней; или же если операция была произведена или не произведена в отношении ценной бумаги, зарегистрированной на национальной фондовой бирже, и при этом настоящим налагается запрет на использование любых средств или документов для операций внутри штата или трансферта по почте или любых других средств любой национальной фондовой биржи при использовании или употреблении любых таких схем и планов в связи с покупкой или продажей любой такой ценной бумагой».

Т.е. считаются незаконными действия любого брокера или дилера, которые прямо или косвенно при использовании любых средств или документов для коммерческих операций внутри штата, или посредством трансферта по почте, или при помощи любого другого способа или любой национальной фондовой биржи, используют или применяют в целях покупки или продажи любой ценной бумаги не иначе как на национальной фондовой бирже, любые действия или практику, или способы ведения дела, определенные Комиссией и включенные в содержание термина "манипулятивный, вводящий в заблуждение или какой-либо другой незаконный способ или схема", как такой термин используется в разделе 15 (с) акта<sup>28</sup>, который предусматривает запрещение действий брокера:

с.1.А. Ни один брокер или дилер не может осуществлять сделки, или побуждать к покупке или продаже любой ценной бумаги, или делать попытки к такому побуждению посредством манипулятивных, обманных или других мошеннических инструментов и схем.

---

<sup>27</sup> Securities Exchange Act of 1934 Section 10 Regulation of the use of Manipulative and Deceptive Devices/ Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law, <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/index.html>

<sup>28</sup> Securities Exchange Act of 1934 Section 10b-3 Regulation of the use of Manipulative and Deceptive Devices/ Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law, <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/index.html>

Части (с.1.В.) и (с.1.С.)<sup>29</sup> запрещают использование подобных практик в отношении муниципальных и государственных ценных бумаг соответственно.

В Разделе 9 Закона о фондовых биржах 1934 г. рассматриваются конкретные запрещенные практики, относящиеся к понятию манипулирования. Но действие правил распространяется только на национальные фондовые биржи.

Статьей а(1)А данного раздела запрещаются «мокрые продажи» и фиктивные сделки с ценными бумагами, не приводящие к смене собственника:

"Для любого лица, осуществляющего деятельность на рынке ценных бумаг различными способами является незаконным с целью создания ложной или вводящей в заблуждение видимости активной торговли любой ценной бумагой, осуществление любой сделки с данной ценной бумагой, не приводящей к смене собственника-выгодоприобретателя".

Статьями а(1)В и а(1)С запрещаются «спаренные ордера»:

"В. Запрещается вводить приказ или приказы на покупку ценной бумаги со знанием того, что (в пользу той же или иных сторон) были отданы приказ или приказы на продажу этой ценной бумаги, имеющие в существенной степени те же параметры цены и количества ценных бумаг и отданные в одно и то же время;

С. Запрещается вводить приказ или приказы на продажу данной ценной бумаги со знанием того, что (в пользу той же или иных сторон) были отданы приказ или приказы на покупку этой ценной бумаги, имеющие в существенной степени те же параметры цены и количества ценных бумаг и отданные - в существенной степени - в то же самое время."

В Статье а(2) следует фактическое запрещение пулов, основой деятельности которых является заключение серии сделок, создающих видимость активной торговли

---

<sup>29</sup> Securities Exchange Act of 1934 Section 15 / Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law , <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/index.html>



ценными бумагами, а также пресекаются манипулятивные действия брокеров-дилеров за свой собственный счет, без создания пула:

"Запрещается 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 побуждения других участников к покупке или продаже данной ценной бумаги<sup>30</sup>"

Выставление приказов на аукцион также относится к деятельности пулов.

Статьей а(3) профессиональным участникам фондового рынка, другим покупателям и продавцам ценных бумаг запрещена практика распространения слухов и заказной информации, «покупки» или участия в манипулятивных прибылях журналистов, финансовых аналитиков и других лиц, способных обеспечить массовое распространение информации:

"Запрещается действуя в качестве дилера или брокера, или в качестве иного лица, продающего или предлагающего для продажи ценную бумагу, а также покупающего или предлагающего для покупки ценную бумагу, побуждать к покупке или продаже любой ценной бумаги путем циркуляции и распространения (в ходе своих обычных операций) информации о неизбежном или вероятном падении или повышении курса ценной бумаги в связи с рыночными операциями одного или нескольких лиц, целенаправленно действующих для повышения или понижения ее курса<sup>31</sup>".

Также Статьей а(4) профессиональным участникам фондового рынка, другим покупателям и продавцам ценных бумаг запрещены ложные или вводящие в заблуждения заявления, ведущие к созданию ложной видимости активной торговли.

---

<sup>30</sup> Securities Exchange Act of 1934 Section 9 Prohibition Against Manipulation of Security Prices / Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law, <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/index.html>

<sup>31</sup> там же

Далее, в Статье а(5), в продолжение Статьи а(3), содержащей запрещение на распространение ложной информации для брокеров, дилеров и иных продавцов и покупателей ценных бумаг, аналогичное запрещение относится и к любому другому лицу (например, журналисту, финансовому аналитику, теле- и радиокомментатору).

Стабилизация ценных бумаг в США является разрешенным видом манипуляций (строго в пределах правил и регулятивных норм, устанавливаемых Комиссией по ценным бумагам и биржам). Об этом говорит Статья а(6).

В развитие Статьи а(2), запрещающей основы деятельности торговых пулов, Статьи б) и с) также запрещают и опционные пулы, в рамках которых манипулятивная деятельность в отношении ценной бумаги разворачивалась после приобретения опциона (фиксации цены) или получения иных прав (привилегий) на приобретение ценной бумаги по фиксированной заранее цене:

"b) ... незаконным является:

1. осуществление любых сделок с любой ценной бумагой, по приобретению любых срочных контрактов "колл", "пут", стрэдл или других опционов и привилегий на покупку или продажу данной ценной бумаги без намерения исполнить эти контракты;

2. осуществление любых сделок с ценной бумагой, в отношении которой данное лицо прямо или косвенно имеет свой интерес в срочных контрактах на эту ценную бумагу;

3. осуществление действий, указанных в п.2, в интересах лица, в отношении которого есть основания считать и которое на самом деле имеет прямо или косвенно любое участие в срочных контрактах "пут" и "колл", стрэдле, опционе или привилегии на покупку или продажу этой ценной бумаги;

с) для участника биржи незаконным является прямое или косвенное индоссирование или гарантирование любых срочных контрактов "колл", "пут",

стрэдлов или других опционов и привилегий в отношении любой ценной бумаги, с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам может предписать в качестве необходимых или соответствующих интересам публики или задачам защиты инвесторов. При этом термины «колл», «пут», стрэдл, опционы и привилегии не включают в себя варранты, райты и конвертируемые ценные бумаги<sup>32</sup>.

Статьей е) вводится гражданская ответственность лиц, инициировавших манипулятивные сделки:

"Любое лицо, которое добровольно участвует в любом действии или сделке в нарушение правил, установленных в пунктах (а), (b), ( c) данного раздела, несет ответственность перед любым лицом, купившем или продавшем ценную бумагу по цене, сложившейся под воздействием этого действия или сделки, при этом понесшее ущерб лицо может предъявить иск в суд соответствующей инстанции для возмещения ущерба, наступившего в результате указанного действия или сделки"

Статьей g) устанавливается право Комиссии по ценным бумагам и биржам регулировать срочный рынок с тем, чтобы предотвратить использование срочных финансовых инструментов для манипулирования фондового рынка:

"Независимо от любой иной законодательной нормы, Комиссия по ценным бумагам и биржам имеет право регулировать торговлю любыми срочными контрактами «пут», «колл», стрэдл, опционами или привилегиями на любую ценную бумагу, депозитный сертификат, на группу ценных бумаг или индекс на них (включая любое участие в них непосредственно или базирующееся на их стоимости), а также срочные контракты на иностранную валюту."

Таким образом, Федеральное законодательство США в отношении манипулятивных сделок четко определяет:

---

<sup>32</sup> Securities Exchange Act of 1934 Section 9 Prohibition Against Manipulation of Security Prices / Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law , <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/index.html>

- ✓ конкретные запрещенные практики, относящиеся к понятию манипулирования, начиная от распространения ложной информации и заканчивая стратегиями на рынке деривативов;
- ✓ Законы 1933 и 1934 года ввели значительные ограничения на осуществление манипулятивных практик на рынке ценных бумаг
- ✓ Законы не дублируют друг друга, а являются дополнением: в Законе 1933 года даны лишь основополагающие понятия, а Закон 1934 года дает их детальную характеристику
- ✓ В Законах указано наличие рамок общего контроля за состоянием рынка необходимости осуществления контроля за манипулятивной практикой. Ответственность за осуществление такого контроля возложена на федеральную Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission), а также на соответствующие комиссии и ведомства штатов,

Еще одним законодательным актом, регулирующим манипулятивные сделки на фондовом рынке является Commodity Exchange Act (Товарно-Биржевой Акт), принятый американской Торговой Комиссией Товарных Фьючерсов (Commodity Futures Trading Commission (CFTC)<sup>33</sup>).

Часть 6 Товарно-Биржевого Акта (§ 6b “Fraud, false reporting, or deception prohibited”) наделяет Комиссию правом применять санкции к лицу, которое манипулирует, пытается манипулировать или манипулировал рыночным курсом товарных или фьючерсных контрактов.

Ни ТБА, ни законодательство Комиссии, однако, не определяет термин "манипуляция". Прецедент Комиссии устанавливает, что результатом манипуляции является искусственно созданная цена, то есть цена, которая не отражает взаимодействие

---

спроса и предложения. Согласно ТБА, существует четыре основных критерия, для выявления манипуляции:

Обвиненный имел возможность влиять на рыночные курсы;

Он или она стремились влиять на рыночные курсы;

Искусственные цены существовали; и

Обвиненный являлся непосредственной причиной установления искусственных цен.

Часть 9 ТБА, 7 U.S.A. параграф 13 (1994), устанавливает уголовное обязательство для манипуляций или попыток манипулировать, корнеров или их попыток, передачи ложной или вводящей в заблуждение информации относительно условий на рынке, которая воздействует на цену любых товаров.

Часть 5(4) ТБА, 7 U.S.C. параграф 7(4) (1994) разрешает бирже осуществлять деятельность в качестве контрактного рынка только при наличии биржевой регулирующей коллегии, которая создается для предотвращения манипуляций ценами товаров".

Часть 5a(4) ТБА, 7 U.S.C. параграф 7a(4) (1994) разрешает Комиссии увеличивать периоды биржевых поставок, что поможет "предотвратить "давление" и рыночную перенасыщенность, которая препятствует стабильности цен".

Часть 4c(a) ТБА, 7 U.S.C. параграф 6c(a) (1994) утверждает, что для любого лица незаконно предлагать вступить, вступать в торговые соглашения, осуществлять взаимные брокерские сделки, фиктивные продажи или любые трансакции, используемые для регистрации, записи цены, которая не является подлинной.

Санкции, применяемые к нарушителям, включают в себя:

#### 1. Административные Случаи:

---

<sup>33</sup> Commodity Future Trading Commission, "Commodity Exchange Act", <http://lii.warwick.warwick.ac.uk/uscode/7/ch1.html>

Указы о прекращении деятельности

Отзыв лицензии, временное отстранение или условная выдача разрешения на деятельность лица

Отстранение респондента от ведения дел на рынках, регулируемых Комиссией

Наложение гражданских штрафов в размере свыше \$110 000 за нарушение или в размере, превышающем в три раза денежный доход.

Возмещение убытков клиентам, непосредственно пострадавшим от нарушения респондента

## 2. Гражданские судебные процедуры:

Разбирательства незаконного поведения судебным порядком;

Справедливые выплаты, такие как возмещение убытков

Гражданские денежные штрафы

## 3. Уголовные санкции:

Рыночные манипуляции или попытки таковых также могут быть рассмотрены Департаментом Юстиции США в качестве уголовного преступления. В соответствии с Актом, результатом осуждения за данное уголовное преступление является штраф в размере, превышающем \$1000000 (\$500 000 для лица) или тюремное заключение более, чем на пять лет, или обе эти меры.

Таким образом, достойное регулирование манипулятивных практик происходит и на уровне бирж. Важно отметить, что Закон 1934 года и ТБА не дублируют друг друга, а регулируют разные сегменты американского рынка ценных бумаг.

## *2.2 Законодательное регулирование манипулятивных сделок на европейских фондовых рынках (на примере Великобритании, Германии, Швейцарии)<sup>34</sup>*

### *Великобритания*

Регулирование на рынке ценных бумаг традиционно осуществляли исключительно сами его профессиональные участники. Закон о финансовых услугах (1986 г.) формально установил контроль государства над фондовым рынком, но фактически сохранилась традиционная система.

В соответствии с этим законом был создан специальный орган - Совет по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investments Board), наделенный исключительными полномочиями регулирования рынка. Совет делегирует свои полномочия более специализированным организациям: СРО и фондовым биржам.

К первой группе относятся SFA (Совет по ценным бумагам и фьючерсам), FIMBRA (Ассоциация финансовых посредников, менеджеров и брокеров), IМРО (Организация инвестиционных управляющих). Чтобы работать на рынке ценных бумаг, необходимо быть членом какой-либо (или нескольких) СРО.

Самая крупная и авторитетная из них - SFA, помимо прочих регулирующих функций она проводит лицензирование инвестиционных институтов, экзаменует сотрудников. Совет периодически проводит инспектирование компаний и имеет право требовать предоставления любых документов учета. SFA руководит компенсационным фондом, компенсирующим потери инвесторов в случае банкротства инвестиционного

---

<sup>34</sup> Данный параграф рассмотрен в соответствии с докладом IASC STANDARDS – ASSESSMENT REPORT, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, may 2000, <http://www.iosco.org>

института. Фонд образован за счет вкладов самих членов SFA. Инвестиции до 30 тыс. ф. ст. компенсируются полностью, свыше этой суммы (но не более 50 тыс. ф. ст.) - на 90%.

Ко второй группе относятся: ЛФБ, LIFFE, Лондонская товарная биржа (London Commodity Exchange) и другие.

Закон о финансовых услугах от 1986 года ("FSA- Financial Services Authority") фактически стал первым законодательным<sup>35</sup> актом, в котором было дано определение не манипулятивных сделок, а, в целом, запрещенного поведения на рынке ценных бумаг.

В соответствии с частью 47 Акта Финансовых Услуг 1986 ("FSAct 1986"), запрещенное поведение включает в себя:

1. Сознательно или бессознательно делаемые заявления, обещания или прогнозы, вводящие в заблуждение, ложные или обманчивые; бесчестное утаивание любых вещественных фактов с целью заставить других осуществить или воздержаться от осуществления инвестиций, выполнить или воздержаться от осуществления прав, приобретенных в результате инвестирования.

Данное запрещение применяется к:

- Заявлениям, обещаниям или сделанным прогнозам, скрытым фактам в Великобритании;
- Лицу, намеривающемуся осуществить или осуществляющему в Великобритании стимулирующее давление; или
- Соглашению, действующему или будучи предположительно введенному или правам, действующим или будучи предположительно осуществленным, в Великобритании.



2. Любой тип поведения, который создает неправильное или вводящее в заблуждение впечатление по поводу положения дел на рынке, биржевых курсов или стоимости любых инвестиций с целью заставить другое лицо купить, продать, подписаться на ценные бумаги или воздержаться от этого действия, или осуществить или воздержаться от осуществления любых прав, полученных после инвестирования.

Запрещение применяется в случае, если:

- действие или поведение осуществлено на территории Великобритании; или
- ложное или вводящее в заблуждение действие имело место в Великобритании.

Законодательство Великобритании предусматривает 2 вида ответственности за совершение манипулятивных сделок: уголовную и административную.

В уголовных протоколах в соответствии с частью 47, уголовный стандарт доказательства предполагает, что судья должен быть удовлетворен предложенными доказательствами "выше всяких сомнений" или "удовлетворен таким образом, что они уверены".

В гражданских протоколах для судебного постановления или приказа по возмещению убытков гражданский образец доказательства требует, чтобы суд был удовлетворен доказательством того, что лицо скорее всего нарушило часть 47. Однако так как нарушение части 47 является также и уголовным преступлением, гражданский суд, вероятно, будет требовать веского довода для утверждения нарушения. Подобный стандарт доказательства применяется в SRO или в дисциплинирующих биржевых протоколах.

---

<sup>35</sup> Б. Рубцов «Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования»/- М.:ИНФРА-М, 1996.

Помимо FSA, есть ряд других регулирующих органов, а также, документов, запрещающие манипулятивные действия на фондовом рынке:

1. Британский Департамент Торговли и Промышленности, Организация по борьбе с крупным мошенничеством, Королевская Служба Преследования могут преследовать уголовные преступления по статье 47 в Англии и в Уэльсе (т.к. в настоящее время ФСБ не может нести судебные разбирательства по поводу правонарушений в области рыночных манипуляций, хотя такая власть предусмотрена в Законопроекте Финансовых Услуг и Рынков).

2. ФСБ в соответствии с частью 61 Финансового Служебного Акта 1986, может вести судебные разбирательства судебных постановлений и приказов лишь по возмещению убытков, изложенных в части 47.

3. Утверждения «Принципов ФСБ» требует, чтобы все уполномоченные организации следовали "высоким стандартам рыночного поведения" и "высоким стандартам честного поведения".

4. Биржевые правила также содержат специальные запреты против манипулирующих действий их членов.

Ответственность за совершение манипулятивных сделок может предусматривать:

- Уголовная ответственность- осуждение лица, признанного виновным, на срок от 7 лет тюремного заключения, или может также подвергнуться штрафу, или и тому и другому.
- Административная- могут быть приняты судебные постановления и приказы по возмещению убытков могут быть применены для нарушений, изложенных в части 47.
- Ответственность СРО предусматривает меры ответственности в соответствии с правилами саморегуляции - доступные санкции включают

регулирующие штрафы, общественные санкции и изъятие полномочий и регистрации лица. Подобным образом, биржи могут наказывать нарушения правил их членами.

По данным журнала “Euromoney”<sup>36</sup>, в Великобритании существуют некоторые дополнительные предложения для регулирования финансовых услуг, которые включают в себя новые меры для борьбы с рыночным манипулированием. Эти предложения следующие:

1. Гражданские запрещения против рыночных злоупотреблений воздействуют на инвестиционные биржи. Это будет применяться как к регулируемым, так и к нерегулируемым лицам. Запрещения сформировались в основные условия. Также дополнительно будут определены уголовные преступления для рыночных манипуляций и инсайдерской торговли.

2. ФСБ предоставит право разработать «Кодекс Рыночного Поведения», который по-видимому будет содержать специальные постановления, касающиеся манипуляций с курсом, вымогательств и корнеров, искусственной или фиктивной торговли и распространения вводящей в заблуждение информации.

3. Согласно законодательной реформе, в случае нарушения новых постановлений ФСБ будет иметь административную власть, чтобы потребовать возвращения прибыли, возмещения или выплаты гражданских штрафов. Исполнение этой власти будет служить правом апелляции к новому независимому суду. ФСБ предоставит право вести судебные разбирательства по поводу правонарушений рыночных манипуляций и инсайдерской деятельности.

Таким образом, в Великобритании на данный момент существует достаточно продуманная система построения защиты от манипулятивных операций. Наличие в этой

---

<sup>36</sup> “The future of unfair trading”, Euromoney, 1999

системе определения «манипулирования», мер уголовной и административной ответственности способствует

### *Германия*

До начала 90-х годов в германском законодательстве не существовало ясных ограничений на манипулирование ценами и инсайдерскую торговлю. Ситуация изменилась после внесения соответствующих поправок в Законы об операциях с ценными бумагами и о биржевой деятельности в июле 1994 г.

На фондовом рынке Германии сложилась несколько иная, отличная от американской и английской, 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 Франкфуртскую фондовую биржу имеет собственную автоматизированную систему слежения за рынком и осуществляет практически весь спектр надзорных функций от выявления фактов нарушений законодательства до подготовки дел к слушанию в судах. Отметим, что в составе Франкфуртской фондовой биржи тоже 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.<sup>37</sup>

Биржевой Акт Германии (Borsegesetzen) в части 88 дал определение преступных действий, которыми признаются действия "лица, которое с тем, чтобы манипулировать рыночными или биржевыми курсами ценных бумаг, правами подписки, иностранной

---

<sup>37</sup> Э.Астанин, В. Салахутдинов "Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт" Рынок ценных бумаг.-1999.-№6.

валютой, товарами, интересами, предоставляющими право участвовать в прибылях предприятия, или дериватами:

1. делает ложные заявления относительно оценки ценных бумаг, прав подписки, иностранной валюты, товаров, интересов, предоставляющих право участвовать в прибылях предприятия, или дериватов, или скрывает подобные факты в нарушение существующего законодательства, или

2. использует другие средства с намерением нечестного поведения».

Согласно Части 88 предпосылкой наказуемого поведения является преднамеренное действие, которое можно считать таковым, если виновный знает о том, что его действие приведет к манипуляциям биржевых и рыночных курсов, независимо от того, хочет он этого или нет.

Более того, необходимо только чтобы виновный действовал с намерением оказать влияние на биржевые или рыночные курсы. Намерения повлиять на курсы уже достаточно, не требуется наличия успеха проведения данной операции.

Департамент государственного преследования имеет право преследовать судебным порядком правонарушения в соответствии с Частью 88 Биржевого Акта Германии.

Кроме того, на биржи распространяются полномочия следствия и вмешательства с тем, чтобы обеспечить правильное проведение операций и установления курса.

В Германии контроль за торговлей ценными бумагами осуществляется тремя юрисдикциями: Комиссией по ценным бумагам (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel), биржевыми контролирующими органами, расположенными в административных единицах – Землях (Länder) и самой фондовой биржей как саморегулирующейся единицей.

В соответствии с уголовным законом, нарушение правила Части 88 может быть наказуемо путем тюремного заключения на срок более, чем три года или штрафом.

В контексте саморегулирования фондовые биржи могут также налагать дисциплинирующие меры на своих членов и зарегистрированных брокеров (исключение составляют официальные брокеры).

### *Швейцария*

Еще одним ярким примером германской модели организации рынка ценных бумаг является Швейцария, которая в силу своего территориального местоположения, а также в силу исторических традиций, выстроила защиту от совершения манипулятивных практик на базе сильно развитого уголовного законодательства. Надо отметить, что, по данным IOSCO, в последние 5 лет ни одного случая недобросовестной торговли выявлено не было. Такое достижение приписывают эффективной государственной законодательной системе.

Определение манипулятивных сделок дано в Уголовном кодексе (часть 161) страны, который запрещает манипуляции с курсом, являющиеся уголовным правонарушением.

В соответствии с уголовным законом, манипуляции с курсом определены следующим образом:

«Наказуемо будет любое лицо, имеющее намерение повлиять на курс ценных бумаг, продаваемых в Швейцарии на фондовых биржах, с тем, чтобы извлечь для себя или для третьей стороны незаконную экономическую выгоду, распространяющий с этой целью вводящую в заблуждение информацию или осуществляющий продажи и покупки ценных бумаг, в пользу лица или лиц, которые имеют отношение к этому делу».

2. ФБКШ (Федеральная Банковская Комиссия Швейцарии<sup>38</sup>) может налагать административные санкции на агентов, которые находятся под ее контролем (например, банки и биржевые торговцы ценными бумагами). Это право основано на общем постановлении, содержащемся в Банковском Акте (БА, статья 3/2/с) и Акте Ценных бумаг (АЦБ, 10/2/d), которое требует, чтобы ответственные лица гарантировали правильное проведение деловых операций.

Правила, обсуждаемые выше, вступили в силу только недавно, таким образом, пока еще не существует удовлетворительного закона для того, чтобы описать подходящие стандарты, по которым проходит разбирательство в суде.

Обычно, по закону необходимо наличие двух элементов: "намерения" и "незаконной экономической выгоды". Распространенная информация должна также быть вводящей в заблуждение. Несмотря на ограничительный вид этого стандарта, Верховный Суд, кажется, имеет более широкое представление о том, что является преступным поведением.

В соответствии с административной точкой зрения, "правильное проведение операций" должно быть определено на практической основе через ФБКШ. Элементы, которые могут быть взяты в рассмотрение, необязательно являются теми же и могут определяться менее жесткими требованиями. Согласно ФБКШ, может быть сделано различие между уголовным (статья 161bis Уголовного Кодекса) и административным (статья 6 АЦБ) манипулированием курсом, таким образом, надзирательные правила могут охватывать более широкий ранг действий рыночных и курсовых манипуляций, чем криминальный закон.

Также манипулятивные сделки могут отслеживаться на уровне кантональных уголовных властей и Федерального Верховного Суда, которые имеют в своей компетенции уголовное преследование.

---

<sup>38</sup> Swiss Federal Banking Commission (SFBC)

Швейцарская система основана на саморегулировании таким образом, что фондовая биржа сама обеспечивает правила - которые должны быть одобрены ФБКШ - для эффективной торговли. Система также ответственна за контроль над торговлей, и особенно за выявление случаев манипуляций с курсом под высоким надзором ФБКШ. Это двухшаговая система: ФБКШ и саморегулирующаяся единица (фондовая биржа).

Результатом уголовного обвинения может быть тюремное заключение или штраф. Административные санкции, налагаемые ФБКШ, ранжируются от выговора до изъятия полномочий.

Швейцарская Биржа может также налагать на своих членов и зарегистрированных членов дисциплинирующие меры (выговор, временное прекращение действий, исключение, штраф свыше 10 млн. CHF).

Таким образом, при рассмотрении зарубежной практики регулирования манипулятивных сделок, можно сделать следующие выводы:

Манипулирование ценами является достаточно старой проблемой зарубежных фондовых рынков

Основу континентального права в части регулирования манипулятивных сделок, в основном, составляет уголовное законодательство, в соответствии с которым составлено законодательство по рынку ценных бумаг, а также Правила и различные Акты саморегулируемых организаций

- ✓ В странах Европы разработана сложная система доказательств, необходимых для признания факта манипулирования в суде

- ✓ В систем фондового рынка, обычно присутствуют сразу несколько органов, осуществляющих надзорные и регулирующие органы. Некоторые из них владеют правом проводить судебные разбирательства, другие - лишь слушания, по которым налагается административная ответственность; такая



система представляется эффективной, в первую очередь, для потерпевшей стороны в связи с правом выбора: если потерпевшая сторона желает получить материальное возмещение, понесенное в ходе осуществления манипулятивных сделок, то не обязательно вступать в длительное судебное разбирательство.

## Глава III Анализ правовой инфраструктуры в отношении манипулятивных сделок в России

### *3.1 Анализ правовых норм федерального значения, регулирующих манипулятивные сделки*

В российском законодательстве регулирование манипулятивных сделок происходит на нескольких уровнях:

- на уровне федерального законодательства;
- на уровне нормативно-правовой базы регулирующих органов фондового рынка (Федеральная Комиссия, Банк России);
- на уровне саморегулируемых организаций и организаторов торговли.

Основным законодательным актом, регулирующим рынок ценных бумаг в России, является Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг», в п.2 ст.51 которого определено, что: "Профессиональные участники рынка ценных бумаг не вправе манипулировать ценами на рынке ценных бумаг...". Там же приводится положение о недопустимости понуждения "к покупке или продаже ценных бумаг путем предоставления умышленно искаженной информации о... ценах на ценные бумаги...".<sup>39</sup>

Другим законодательным актом федерального значения является Закон «О товарных биржах и биржевой торговле», который косвенно имеет отношение к понятию манипулирования ценами. В нем дано определение практик недобросовестной торговли, которые могут возникнуть на бирже во время торгов: «В Правилах биржевой торговли должны быть определены... меры по контролю над процессом ценообразования на бирже в целях недопущения резкого дневного повышения или понижения уровней цен,

---

<sup>39</sup> Федеральный Закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (с изм. и доп. от 26 ноября 1998г., 8 июля 1999г.)

искусственного завышения или занижения цен, сговора или распространения ложных слухов с целью воздействия на цены...».<sup>40</sup>

Таким образом, по мнению автора, можно отметить, что государственные законодательные органы не сумели организовать продуманную нормативную базу в отношении манипулятивных сделок. Если во всех развитых странах крупнейшие законодательные акты (обычно Законы о фондовом рынке или о биржах, как мы видели на примере США, Великобритании, Германии) являются наиболее полными в части построения системы определений, методологической системы и системы применения мер, за нарушение законодательства, то в России происходит все наоборот.

Основное значение придается подзаконным актам, а также документам СРО или организаторов торговли, которые должны самостоятельно осуществлять контроль и регулирование практик манипулирования ценами.

Обратимся к подзаконным актам. Основным является Постановление ФКЦБ России №49, в котором дается более или менее полное определение понятия «манипулирование»<sup>41</sup>: « 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)».

---

<sup>40</sup>п.18 Федерального Закона РФ "О товарных биржах и биржевой торговле" (с изм. и доп. от 24 июня 1992 г., 30 апреля 1993 г., 19 июня 1995 г.): Принят Верховным Советом РФ от 20.02.1992 г.; Утвержден Указом Президента РФ от 01.03.1992 №2384-1, <http://www.fedcom.ru>

<sup>41</sup>«Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг», утверждено Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 16 ноября 1998 года №49// Вестник ФКЦБ.-1998.-№9(23).

Данное определение представляется слишком расплывчатым и информационно не насыщенным, в отличие от определения «манипулирования», данного SEC. В определении, да и в самом Положении, не представлено полного перечня основных и возможных манипулятивных стратегий. Неопытному инвестору данный нормативный акт не сможет раскрыть всех тонкостей понятия «манипулирования». Даже если сравнивать трактовку «манипулирования» российским законодательством и английским, то последнее значительно выигрывает в связи с определением объектов и субъектов манипулятивных сделок. В российском законодательстве данные понятия отсутствуют.

Таким образом, Постановление №49 ФКЦБ России не является окончательной и единственно верной 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.

Одним из наиболее удачных определений понятия «манипулирования», по мнению автора, является определение данное в «Правилах осуществления брокерской и дилерской деятельности»: «...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 рекламе<sup>42</sup>».

---

<sup>42</sup> «Правила осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации», Утверждены постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11 октября 1999 года № 9// Вестник ФКЦБ.-2000.-№1(38).

Теперь рассмотрим систему распределения ответственности за использование манипулятивных схем на российском фондовом рынке на уровне Федерального законодательства и нормативно-правовых актов регулирующих органов.

Прежде всего, отметим, что в России свершившийся факт манипулирования ценами на фондовом рынке признается только в судебном порядке<sup>43</sup>. Т.е. организатор торговли, зафиксировавший действия манипулятора, формально может подать жалобу в суд, начать процесс судебного разбирательства, и по окончании процесса заявить о факте манипулирования, если таковой будет признан судом. Но на практике до сегодняшнего момента не было объявлено ни об одном факте манипулирования, кроме уже хрестоматийного примера манипулирования ценами 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 2.5 млрд. руб. (неденоминированных)"<sup>44</sup>.

Причин, по которым финансовые институты не спешат обращаться в суд, по мнению автора, несколько:

Во-первых, судебное разбирательство- процесс длительный и требующий не малых затрат. Не всякий участник фондового рынка готов вложить огромные средства в такой процесс.

Во-вторых, российский фондовый рынок, подверженный колебаниям, вряд ли сможет оставить без внимания такое громкое дело. Логично предположить, что если когда-нибудь и произойдет первое разбирательство по данному вопросу, то иск будет

---

<sup>43</sup> п.51 Федерального Закона РФ «О рынке ценных бумаг»: Принят Государственной Думой 20.03.96 г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96 г. №39-ФЗ, <http://www.fedcom.ru>

<sup>44</sup> Э. Астанин, В. Салахутдинов «ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг»// «Банковское дело в Москве».- 1998.-апрель, №4(40).

подан одним из крупнейших участников фондового рынка. Отражение этого процесса моментально проявится на рыночных показателях. И не каждый финансовый институт способен пожертвовать своей репутацией ради создания судебного прецедента по делу о манипулировании ценами на рынке ценных бумаг.

По факту манипулирования в России предусмотрены следующие виды ответственности:

- По ФЗ «О рынке ценных бумаг» участники несут ответственность в форме «... приостановления или аннулирования выданного им разрешения, а также иных санкций, предусмотренных для членов саморегулируемых организаций»<sup>45</sup>;
- В соответствии с Постановлением №49 «Участники торгов, осуществляющие манипулирование ценами, несут ответственность в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации и нормативными актами Федеральной комиссии»<sup>46</sup>, при этом не указано в соответствии с каким законодательством и какими нормативными актами.

Даже по факту манипулирования ценами в российском законодательстве не предусмотрено уголовного наказания. В некоторых случаях, действия манипулятора можно интерпретировать как: 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 некоторые другие статьи УК РФ. Однако, это достаточно сложно сделать в отсутствие прямых указаний состава правонарушения и поэтому в российской практике, в отличие от западной, отсутствуют конкретные дела и судебные решения по

---

<sup>45</sup> статья 51, п.2 Федерального Закона РФ «О рынке ценных бумаг»: Принят Государственной Думой 20.03.96 г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96 г. №39-ФЗ, <http://www.fedcom.ru>

<sup>46</sup> часть 8, п.2 «Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг», утверждено Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 16 ноября 1998 года №49// Вестник ФКЦБ.-1998.-№9(23).

манипулированию.

Таким образом, сложившаяся на российском фондовом рынке система законодательства на федеральном уровне, а также на уровне нормативных актов регулирующих органов отличается следующими характерными особенностями:

- ✓ В системе законодательства отсутствует базовый законодательный акт, дающий общее понятие «манипулирования», определяющий основные его формы и виды; в законодательстве нет целостности в отношении определения и регулирования манипулятивных сделок.
- ✓ Основной процесс регулирования манипулятивных сделок ложится на СРО и организаторов торговли, которые самостоятельно разрабатывают Правила проведения торгов по ценным бумагам, а также перечень мер, противостоящих манипулированию.
- ✓ Государство имеет ограниченный набор санкций, применяемых к участникам фондового рынка; большую роль в построении системы наказания за нарушения законодательства в области манипулирования играют СРО и организаторы торговли.

### ***3.2 Регулирование манипулятивных сделок на уровне СРО.***

В соответствии с Законом "О рынке ценных бумаг" под саморегулируемой организацией понимается "...добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, функционирующее на принципах некоммерческой организации".

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.<sup>47</sup>

На российском фондовом рынке в настоящий момент выдано 3 лицензии саморегулируемых организаций:

- НАУФОР (Национальная Ассоциация Участников Фондового Рынка)
- ПАРТАД (Профессиональная Ассоциация Регистраторов Трансфер-Агентов и Депозитариев)
- НФА (Национальная Фондовая Ассоциация).

Лидирующим институтом среди СРО является НАУФОР, во-первых, потому что основным направлением деятельности НАУФОР является регулирование брокерской, дилерской и деятельности по управлению, в деятельности которых чаще всего и возникают манипулятивные случаи. А, во-вторых, НАУФОР обладает возможностями влияния на различных участников фондового рынка, являясь агентом ФКЦБ в части сбора и раскрытия информации, а также путем влияния на выдачу лицензий ФКЦБ профессиональным участникам фондового рынка. Лицензии выдаются при непосредственном участии НАУФОР.

Решением Совета директоров НАУФОР от 12.03.98 был утвержден Дисциплинарный кодекс НАУФОР, в котором были установлены полномочия ассоциации в области дисциплинарной ответственности, дисциплинарная ответственность, виды взысканий, виды нарушений и т.д.

Само понятие «манипулирования» в данном Кодексе не рассматривается, а лишь определяется как «Манипулирование ценами с целью понуждения к покупке или продаже ценных бумаг...»<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup> Федеральный Закон РФ «О рынке ценных бумаг»: Принят Государственной Думой 20.03.96 г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96 г. №39-ФЗ, <http://www.fedcom.ru>

<sup>48</sup> ст.69 «Манипулирование ценами» Дисциплинарного Кодекса саморегулируемой организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР)», утверждено решением Совета



В соответствии с указанным Кодексом и в рамках своей уставной деятельности НАУФОР имеет следующие полномочия в области дисциплинарной ответственности:

- 1) определять основные принципы дисциплинарной ответственности;
- 2) устанавливать для своих членов и кандидатов в члены НАУФОР основания привлечения к дисциплинарной ответственности за правонарушения на рынке ценных бумаг;
- 3) определять порядок наложения дисциплинарных взысканий;
- 4) возбуждать дисциплинарное производство в отношении членов НАУФОР и применять в их отношении меры, предусмотренные Дисциплинарным Кодексом;
- 5) разрабатывать и вносить изменения и дополнения в Кодекс.

Также были установлены субъекты дисциплинарной ответственности:

- организации - члены НАУФОР;
- организации - кандидаты в члены НАУФОР;
- должностные лица и специалисты организаций - членов НАУФОР и кандидатов в члены НАУФОР.

Основными видами дисциплинарных взысканий установлено:

- предупреждение;
- штраф;
- направление ходатайства в ФКЦБ России о приостановлении действия или аннулировании лицензии;
- приостановление членства в НАУФОР;
- исключение из членов НАУФОР.

Решение о совершении манипулятивной сделки устанавливается вступившим в силу решением суда, арбитражного суда, третейского суда, - и влечет за собой наложение штрафа в размере от пятидесяти до пятисот МРОТ.

Повторное совершение данного нарушения, в течение шести месяцев со дня наложения дисциплинарного взыскания за предыдущее нарушение либо совершение данного нарушения группой лиц, действовавших по предварительному сговору, - влечет наложение штрафа в размере от ста до одной тысячи МРОТ или исключение из членов НАУФОР.<sup>49</sup>

На основании анализа, по мнению автора, можно сделать некоторые выводы:

- Дисциплинарный Кодекс отличается четкостью определения полномочий НАУФОР, а также описанием реальных мер противодействия манипулятивным операциям;
- Недостатком Кодекса, по мнению автора, является отсутствие возможности привлечения к уголовной ответственности участников фондового рынка, как это делается на всех развитых фондовых рынках. Возможно, объяснить такое положение можно с точки зрения нестабильности российского фондового рынка, где появление информации о судебном процессе над участниками фондового рынка может привести к необратимым последствиям на биржевом рынке.

Со всей серьезностью к вопросу о манипулировании подошла НФА (Национальная Фондовая организация), учрежденная крупнейшими участниками рынка государственных ценных бумаг в январе 1996 г. и являющаяся специализированным профессиональным объединением, действующим на основе равноправия, саморегулирования и общности интересов своих членов в развитие российского фондового рынка.

---

<sup>49</sup> Дисциплинарный Кодекс саморегулируемой организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР)», утверждено решением Совета директоров НАУФОР резолюция № 98-22-shРДН-2702 от 12.03.98 с изменениями от 20.07.98, утв. Протоколом заочного голосования №98-28shРДН-2007, от 17.07.00, утв. Протоколом заочного голосования №2000-53-zРДН-1707, <http://www.naufor.ru>

В ноябре 2000 года Национальная фондовая ассоциация получила статус саморегулируемой организации на рынке ценных бумаг. При этом с момента учреждения в 1996 году НФА являлась примером *реально саморегулируемой* организацией, выполняющей функции СРО на основе полномочий, добровольно переданных участниками рынка, а также определяемых авторитетом самой организации. НФА является лидером во внедрении процедур саморегулирования на российском рынке ценных бумаг - с 1997 года в ассоциации действуют стандарты профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. В ее рамках был создан Комитет по правилам, основной задачей которого стала разработка различных правил и норм поведения на фондовом рынке РФ. Эти правила стали одними из первых, появившихся на российском фондовом рынке, разработанными самими участниками.

В частности, в рамках Комитета по Правилам в ноябре 1997 г был разработан и принят «Кодекс добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке»<sup>50</sup>, и он стал первым на российском рынке ценных бумаг сводом правил профессиональной деятельности.

Кодекс устанавливает требования к Участникам, а также нормы и правила деятельности на фондовом рынке и призван устранять возможности мошенничества, манипулирования ценами, нарушения прав клиентов и инвесторов, совершения других противоправных действий на фондовом рынке. Сам Кодекс устанавливает правила честного ведения бизнеса на рынке ценных бумаг, а также установление моральных и этических норм поведения участников фондового рынка.

---

<sup>50</sup> «Кодекс добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке», утвержден Советом Национальной Фондовой Ассоциации от 11 октября 2000 года, <http://www.nfa.ru/nfa/documents/standart1.htm>

В Приложении №1<sup>51</sup> к Кодексу делается попытка дать определение понятия манипулирования ценами, определить основные конкретные манипулятивные схемы и операции.

Сгруппировать возможные способы манипулятивных сделок, указанные в Приложении 1, можно по следующим признакам:

- 1-ая группа: манипулирование ценами, путем распространения заведомо ложной информации, введения в заблуждение;
- 2-ая группа: запрещение проведения сделок, при которых не происходит смены прав собственности на ценные бумаги, а также сделок, по которым приказ на продажу\покупку ценных бумаг производится несколько раз (“matched orders”);
- 3-ья группа: проведение крупных по объему сделок в периоды времени, задающие ценовой уровень (например, при открытии и закрытии торговли, в предторговый и послеторговый периоды и т.д.), а также сделки с крупными пакетами акций.

Манипулирование ценами признается данным Положением «подлежащим наказанию нарушением вне зависимости от мотивов совершившего его участника и влечет за собой наложение установленных Ассоциацией дисциплинарных мер».

Если рассматривать дисциплинарное производство<sup>52</sup> в области манипулирования ценами, то санкции, применяемые НФА конкретно по случаям манипулирования, по мнению автора, абсолютно необоснованны и являются слишком "мягкими":

---

<sup>51</sup>Приложение №1 к «Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке» «Положение об основных требованиях к профессиональному участнику на фондовом рынке», <http://www.nfa.ru/nfa/documents/standart2.htm>

<sup>52</sup> п. 3 «Перечень нарушений и дисциплинарных мер» Приложения №4 «Положение о дисциплинарных мерах и их применении» к «Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке», <http://www.nfa.ru/nfa/documents/docmon1.htm>

- Установление в действиях участника факта единичного манипулирования влечет предупреждение либо обращение в органы государственного регулирования, либо обращение в инфраструктурные организации.

- Установление фактов манипулирования рынком в целом влечет предупреждение/обращение в органы государственного регулирования/обращение в инфраструктурные организации.

- Установление в действиях участника факта/признаков специальных случаев манипулирования, влечет обращение в государственные органы регулирования либо обращение в инфраструктурные организации

Таким образом, в отличие от Дисциплинарного Кодекса НАУФОР, документы НФА, регулирующие манипулятивные сделки, отличаются большей четкостью и подробностью видов манипулятивных сделок, но практически не уделяют внимания конкретным способам, направленным на выявление и ограничения манипулятивных сделок. Серьезным недостатком данной разработки также является отсутствие конкретных серьезных механизмов воздействия на манипуляторов. Применимы только дисциплинарные меры, а также возможность обратиться к Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, Банку России, к иным государственным органам - регуляторам с просьбой о применении санкций к организации, совершившей манипулирование ценами.<sup>53</sup>

Хотелось бы отметить, что Кодекс добросовестного ведения бизнеса был разработан в ноябре 1997 года (с незначительными изменениями от 1998 года и 2000) и, соответственно, в большей степени отражал ту ситуацию, которая была характерна для фондового рынка в конце 1997 года. Например, Приложение №2 к Кодексу «О запрете манипулирования ценами на рынке государственных ценных бумаг», потеряло

---

<sup>53</sup> Приложение №2 к «Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке»: Положение «О запрете манипулирования ценами на РГЦБ», <http://www.nfa.ru/standart/manip.htm>

прежнюю актуальность. В связи с этим представляется необходимым перейти к разработке новых приложений к Кодексу, который отражали бы новые методы и способы проведения манипулятивных операций.

По мнению автора, в России необходимо в настоящий момент принять превентивные меры, если не на федеральном уровне, то хотя бы на уровне СРО, позволяющие ознакомиться со сложившимися в развитых странах формами манипулятивных практик. Например, «мокрые продажи», «разукрашивание ленты» (“painting the tape”) вполне возможно смогут найти свою нишу в системе недобросовестной торговли в России.

В своей статье Я. Миркин отмечает, что в России необходимо создание такого Кодекса, который «был бы не столь кратким, как международные документы в этой области, и который очень детально обобщал бы практику, накопленную регуляторами СРО и в США, и в других постиндустриальных странах»<sup>54</sup>.

Авторы статьи отмечают, что общие принципы построения нового Кодекса должны отвечать следующим требованиям:

- Соответствие существующему законодательству
- Справедливая и честная организация проведения сделок
- Эффективное использование ресурсов и процедур, необходимых для надлежащего ведения операций

По нашему мнению, участие в создании подобного документа самих участников фондового рынка через анкетирование и организацию системы по сбору предложений, могло бы способствовать разработке по-настоящему действенного, современного, отвечающего как интересам инвесторов, так и интересам профессиональных участников, документа.

---

<sup>54</sup> Я. Миркин, С.Лосев «Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи»// Рынок ценных бумаг.- 2000.-№22

Следовало бы также обратить большее внимание на организацию системы штрафных санкций к участникам фондового рынка, осуществляющим манипулятивные сделки. Учитывая опыт развитых стран, уголовная ответственность является действенным способом предотвращения распространения манипулятивных сделок. На российском фондовом рынке также следует ввести уголовную ответственность за подобного рода нарушения. Организаторы торговли сталкиваются с действиями манипуляторов на фондовом рынке довольно часто. Так, по данным ММВБ, манипулирование ценами путем распространения ложной информации, не является редким случаем. Но несовершенство законодательства, требующее признания факта манипулирования лишь в законодательном порядке<sup>55</sup> (внутренние расследования и положения организаторов торговли не являются основаниями для признания факта манипулирования), а также неготовность финансовых институтов к долгим судебным разбирательствам являются одной из проблем, стоящих перед российским фондовым рынком на пути создания реально действующей системы законодательного регулирования рынка ценных бумаг.

### ***3.3 Система организации мер надзора и регулирование манипулятивных практик на ММВБ***

В 1997 году Московская Межбанковская Валютная биржа получила лицензию №.000-00001-000001 профессионального участника рынка ценных бумаг Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг на осуществление деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг.

За время работы ММВБ наблюдался динамичный рост объемов заключаемых сделок, а также расширение инструментальной базы. Достаточно упомянуть о выходе на фондовый рынок крупнейших российских эмитентов с одним из самых перспективных

---

<sup>55</sup> ст. 51 Федеральный Закон РФ «О рынке ценных бумаг»: Принят Государственной Думой 20.03.96 г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96 г. №39-ФЗ, <http://www.fedcom.ru>

видом ценных бумаг – облигациями. Но увеличение оборота торговли на ММВБ не является единственным критерием оценки деятельности биржи. Увеличивающиеся объемы биржевых торгов говорят о выходе ММВБ на путь становления цивилизованного фондового рынка, а, следовательно, такому рынку не избежать свойственных этому развитию сложностей и проблем.

Рассмотрим более подробно систему организации мер надзора и регулирования манипулятивных практик на ММВБ, которая, по мнению автора, является одной из наиболее продуманных, отражающих основные мировые тенденции, такие как автоматизация систем надзора за рынком, внедрение новых технологий в целях развития практики торговли с использованием сети Интернет, а также, учитывающая опыт построения подобных систем во многих развитых странах.

В п.3 ст.9 Федерального закона "О рынке ценных бумаг" содержится требование по раскрытию информации о правилах торговли: "Организатор торговли на рынке ценных бумаг обязан раскрыть: любому заинтересованному лицу: правила, ограничивающие манипулирование ценами:". <sup>56</sup>

Прежде всего дадим определение манипулирования, разработанное специалистами ММВБ, которое, надо отметить, на сегодняшний день является наиболее емким и полным.

«К действиям, которые могут быть признаны манипулированием ценами, относятся действия Члена Секции (Членов Секции), в том числе:

- объявление заявок на совершение сделок с ценными бумагами;
- заключение кросс-сделки (под кросс-сделкой понимается заключение сделки за свой счет, в которой продавцом и покупателем выступает один и тот же Член Секции),

---

<sup>56</sup> Федеральный Закон РФ «О рынке ценных бумаг»: Принят Государственной Думой 20.03.96 г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96 г. №39-ФЗ, <http://www.fedcom.ru>



которые привели или могли привести к дестабилизации рынка ценных бумаг, в том числе к не обусловленному объективными событиями, влияющими на рынок ценных бумаг, изменению цен спроса (предложения) ценных бумаг, либо числа заявок (сделок)»<sup>57</sup>.

В этом определении достаточно хорошо прослеживается причинно-следственная связь: заключение кросс-сделок или объявление заявок на совершение сделок с ценными бумагами служит причиной неоправданного изменения объемов продаж ценных бумаг. Важно отметить, что в данном определении подразумевается не только манипулирование биржевой стоимостью ценной бумаги, но и рыночной стоимостью ценных бумаг.

Меры, направленные на ограничение случаев манипулирования ценами на биржах, обычно делятся на две группы:

1) технологические меры, к которым обычно относится установление лимитов дневной торговли, лимитов цены, установление границ колебания индексов, при достижении которых автоматически прекращается торговля на бирже тем самым предотвращается возможность манипулирования;

2) административно-организационные, включающие в себя построение систем надзора и мониторинга за рынком.

Лишь разумное сочетание методов из этих двух групп, которого удалось добиться ММВБ, способно обеспечить эффективную систему регулирования манипулятивных сделок на фондовом рынке.

Рассмотрим, каким образом осуществляется контроль на рынках ММВБ с использованием вышеуказанных способов<sup>58</sup>.

---

<sup>57</sup> «Перечень мер по предотвращению манипулирования ценами при проведении торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже», Утверждено на заседании Биржевого Совета Московской Межбанковской Валютной Биржи Протокол № 7 от 4 ноября 1999 г., <http://www.micex.com>

<sup>58</sup> Там же

К первой группе мер относится:

- система контроля за подачей заявок на покупку/продажу ценных бумаг в целях предотвращения манипулированием ценами, которая предполагает введение предельных лимитов колебаний цен в ходе торговой сессии или предторгового (послеторгового) периодов торгового дня, в том числе в ходе торгов крупными пакетами ценных бумаг.

Конкретные числовые лимиты определяются по итогам торгов.

При подаче в Систему торгов заявки на покупку с ценовыми условиями ниже или выше установленного лимита на покупку ли продажу, такая заявка автоматически отклоняется.

Отслеживание поступающих заявок осуществляется посредством административно-организационных мер, к которым можно отнести следующие:

- наличие системы контроля за подачей заявок на покупку/продажу ценных бумаг и заключением сделок;
- осуществление текущего мониторинга в режиме реального времени и анализ по итогам торгов всех заявок и сделок, зарегистрированных в системе торгов с целью выявления действий, которые могут быть признаны манипулированием ценами;
- использование для мониторинга системы торгов, а также специальных программно-технических средств;
- информирование уполномоченными сотрудниками Биржи Дирекции Биржи о действиях, которые могут быть признаны манипулированием ценами.

Однако в связи со слабостью законодательства биржи достаточно ограничены в своих действиях. На ММВБ с 1997 года работает система автоматического надзора за рынком SMARTS (Security, Market, Automated, Research, Training & Surveillance), отслеживающая сделки на предмет манипулирования. Имеющиеся к настоящему

времени результаты эксплуатации позволяют сделать вывод об эффективности данной системы при решении задач по трем основным направлениям:

- обнаружение фактов необычного поведения участников торгов, действия которых могут быть расценены как запрещенные (манипулирование ценами и/или инсайдерская торговля);
- автоматизированный контроль исполнения участниками установленных Правил торгов в Фондовой секции ММВБ и значений основных показателей состояния рынков ценных бумаг (в настоящее время осуществляется контроль критериев и показателей ценовой нестабильности, определенных Правилами торгов ММВБ);
- формирование базы данных о торгах и их первичная обработка для решения прикладных аналитических задач.

Однако, несмотря на выявление значительного числа манипулятивных сделок, (а зачастую службе надзора становится заранее известно о готовящихся сделках), ни одно дело не было передано в суд, именно из-за нечеткости законодательства. Как правило, биржа посылает запрос или непосредственно связывается с участником торгов по факту обнаружения фактов манипулирования, в некоторых случаях следует пересмотр сделок, но существенных наказаний еще никто не понес.

ММВБ была разработана система дисциплинарных мер, налагаемых на участников фондового рынка, если они были замечены в совершении манипулятивных сделок, которые нашли свое отражение в «Правилах проведения торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже».

В соответствии с этими правилами, ММВБ оставляет за собой право при подозрении члена биржи в совершении манипулятивных сделок, направить ему официальный запрос о причинах совершенного им поступка. В свою очередь член биржи

должен в течение 10 рабочих дней с момента отчитаться о причинах совершенных действий. Если объяснение не будет предоставлено, то ММВБ имеет право обратиться в иные регулирующие орган и действовать в установленном законодательством порядке.

Дисциплинарный кодекс ММВБ предусматривает следующие возможные санкции к участнику фондового рынка, уличенному в манипулятивных операциях:

- наложение штрафа в размере рублевого эквивалента 1000 долларов США за первый установленный факт манипулирования. Размер штрафа увеличивается на 50% за каждое повторное нарушение, но не свыше 10000 долларов США.
- приостановить допуск профессионального участника к торгам на срок 1 год с момента принятия соответствующего решения;
- вынести на Биржевой Совет ММВБ ходатайство об исключении из членов Секции.

В завершении рассмотрения системы организации контроля и надзора на ММВБ, по мнению автора, можно отметить:

- ✓ положительными чертами организации системы отслеживания и регулирования манипулятивных сделок на ММВБ является наличие специального документа, в котором нашли отражение и возможные формы осуществления манипулятивных сделок на биржевом рынке, и методы, позволяющие своевременно отслеживать и регулировать их;
- ✓ внедрение высокоэффективных методов, таких как автоматические системы надзора и регулирования, позволяют оперативно реагировать на малейшие колебания и изменения цен, что приводит к своевременному обнаружению манипулятивных сделок;
- ✓ организация эффективной системы надзора способна обеспечить наличие регулируемого рынка ценных бумаг, на котором обеспечивается эффективный

контроль за исполнением установленных правил, снижение рисков возможных убытков от недобросовестной торговли на финансовых рынках, повышение ликвидности рынка ценных бумаг (за счет поступления средств инвесторов на эффективно регулируемую и надежную торговую площадку). Для эмитентов же хорошо организованная система надзора способна повысить ликвидность ценных бумаг и возникновение благоприятных предпосылок для следующих размещений;

- ✓ наличие эффективной систем надзора, в первую очередь, выгодно самому организатору торговли, т.к. создает благоприятные условия для увеличения оборотов биржевых сделок на финансовых рынках ММВБ за повышения привлекательности этих рынков для инвесторов и профессиональных участников.

#### ***3.4 Систем раскрытия информации как барьер для манипулирования на фондовом рынке***

Как известно, информационная открытость служит обеспечению прозрачности рынка ценных бумаг.

Применительно к проблеме манипулирования на рынке ценных бумаг, информационную открытость нужно рассматривать с двух точек зрения.

Во-первых, необходимо рассмотреть возможность раскрытия информации со стороны эмитента, поскольку своевременное, полное предоставление информации от эмитента дает возможность потенциальному инвестору принять правильное решение о наиболее выгодном вложении средств, а также самостоятельно принимать верные решения.

Как уже отмечалось, одной из форм манипулирования является предоставление брокером/дилером лжеинформации, не соответствующей реальному положению дел.

Поэтому, во избежание недоразумений, инвестор должен быть ознакомлен со всеми видами отчетности и фактами финансово-хозяйственной деятельности субъекта до обсуждения возможности инвестирования с профессиональным участником фондового рынка.

С другой стороны, расширение границ фондового рынка, вовлечение в торговлю ценными бумагами все более широкого круга инвесторов через использование электронных торговых систем, а также расширяющиеся возможности сети Интернет (Internet-Trading), заставляют задуматься о защите самих участников фондового рынка от мошеннических действий клиентов. Анонимность, которая является одной из основных характеристик электронных сетей, зачастую оказывается помехой стабильного функционирования систем Internet-трейдинга. Эта проблема, в настоящее время, является ключевой проблемой в деятельности организаторов торговли.

Рассмотрим более подробно законодательное регулирование вопроса раскрытия информации.

Раскрытие финансовой информации на рынке ценных бумаг является одним из наиболее существенных условий его функционирования. За последние годы в России были сделаны значительные шаги в регулировании процесса раскрытия информации участниками рынка в части условий раскрытия, объема и форм раскрываемой информации. Среди законодательных актов в этой области следует выделить «Закон об акционерных обществах» и «Закон о рынке ценных бумаг».

«Закон о рынке ценных бумаг<sup>59</sup>» был принят в 1996 г. и явился существенным шагом вперед в области отчетности эмитентов ценных бумаг. Кроме отдельных положений о проспекте эмиссии и отчетах эмитентов ценных бумаг, закон содержит

---

<sup>59</sup> Федеральный Закон РФ «О рынке ценных бумаг»: Принят Государственной Думой 20.03.96 г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96 г. №39-ФЗ, <http://www.fedcom.ru>

специальную главу, посвященную раскрытию информации на рынке ценных бумаг, в том числе – финансовой.

Под раскрытием информации на рынке ценных бумаг понимается «обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации по процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение»<sup>60</sup>.

В целом требования Закона в области предоставления финансовой информации можно подразделить на:

- требования по представлению информации в проспекте эмиссии;
- требования по представлению информации в ежеквартальном отчете эмитента;
- требования по представлению информации эмитентом в ежеквартальном отчете

по ценным бумагам.

Субъектами раскрытия информации являются:

- а) эмитенты эмиссионных ценных бумаг;
- б) владельцы эмиссионных ценных бумаг; и
- в) профессиональные участники рынка ценных бумаг.

К формам раскрытия информации на рынке ценных бумаг в частности, относятся:

- а) раскрытие информации о выпуске ценных бумаг в процессе эмиссии ценных бумаг;
- б) раскрытие информации в формах ежеквартальных отчетов и сообщений о существенных фактах;
- в) раскрытие информации владельцем ценных бумаг.

В настоящее время перед эмитентами при раскрытии информации стоит несколько проблем:

---

<sup>60</sup> ст. 30 Федерального Закона РФ «О рынке ценных бумаг»: Принят Государственной Думой 20.03.96 г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96 г. №39-ФЗ, <http://www.fedcom.ru>

- во-первых, сроки представления информации сейчас составляют 30 дней. По данным московского регионального отделения ФКЦБ<sup>61</sup>, сегодня 80% эмитентов не укладывается в 30-дневный срок. Эмитенты предлагают увеличить его до 45 дней, и, весьма вероятно, что ФКЦБ уступит им. Сгладить эту проблему сможет и переход на электронную систему отчетности, которая, предположительно к концу нынешнего года будет разработана и запущена.
- Вторая проблема, стоящая перед эмитентами, заключается в слишком большом объеме представляемых данных. Эмитенты выступают за его ограничение, считая, что только 30--40% представляемой информации имеет действительную ценность для аналитиков. По поводу доходов высших менеджеров или данных о планируемых операциях, например, аргументация иная - эта информация представляет коммерческую тайну или нарушает права личности.

Для организатора торговли предоставление достоверной, своевременной и полной информации о рынке - это ключевое конкурентное преимущество в глазах инвесторов и профессиональных участников.

В соответствии с частью 7 Положения №49, «Организатор торговли обязан утвердить порядок раскрытия информации организатором торговли»<sup>62</sup>.

Для организатора торговли предусмотрены ежегодные, еженедельные и ежедневные формы раскрытия информации:

- ежегодно Организатор торговли обязан раскрывать через информационные агентства или иным способом перечень ценных бумаг и финансовых инструментов,

---

<sup>61</sup> Новости от 02.03.2001 с сайта «Российский институт директоров», «ФКЦБ вплотную займется проблемой раскрытия информации», <http://www.ricd.ru/>

<sup>62</sup> «Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг», утверждено Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 16 ноября 1998 года №49// Вестник ФКЦБ.-1998.-№9(23).



допущенных к обращению через организатора торговли, и ценных бумаг и финансовых инструментов, обращение которых через организатора торговли прекращено

- не реже одного раза в неделю организатор торговли должен раскрывать информацию о рыночных ценах ценных бумаг, допущенных к обращению через организатора торговли (с тиражом не 50 тыс. экземпляров)
- ежедневно организатор торговли по завершении каждого торгового дня обязан не позднее одного часа после его окончания раскрывать итоговую информацию о сделках с допущенными к обращению через организатора торговли ценными бумагами: общую сумму и количество сделок, средневзвешенную цену ценных бумаг эмитента, определенного вида; наименование финансового инструмента; наибольшую цену спроса и наименьшую цену предложения ценных бумаг за торговую сессию; значение сводного индекса открытия, значение сводного индекса закрытия;
- в течение торгового дня организатор торговли должен предоставлять текущую информацию о сделках с ценными бумагами.

Нужно отметить, что система раскрытия информации является важным фактором, влияющим на снижение возможности возникновения манипулятивных сделок на рынке ценных бумаг.

В России система раскрытия информации на рынке ценных бумаг, по мнению автора, организована достаточно хорошо. В частности, для организаторов торговли имеются все возможности предотвращения манипулятивных практик. Продуманная система раскрытия информации также является важным фактором, способствующим привлечению на биржевой рынок крупных инвесторов, для которых фактор наличия все необходимой информации для принятия решений является основным.

Рассмотрим систему организации раскрытия информации на основе анализа практики РТС.

Фондовая биржа РТС всегда отличалась особым вниманием к качеству раскрытия некоммерческой информации. По словам А. Саватюгина<sup>63</sup>, сейчас с уверенностью можно сказать, что «РТС – самая информационно прозрачная торговая площадка в России и, одна из самых открытых в мире».

В свободном доступе находятся не только официальные документы РТС, но и данные о всех ее членах, включая объемы торговли, об эмитентах, прошедших процедуру листинга, подробнейший архив торгов, динамика индексов РТС. Распространителями on-line информации выступают ведущие мировые и отечественные информационные агентства, формы и методы раскрытия информации постоянно совершенствуются в соответствии с запросами участников рынка.

С момента своего создания РТС служит посредником в процессе обмена информацией между эмитентами и инвесторами. Партнерство прилагает все усилия, чтобы оперативно обеспечивать всех заинтересованных достоверными данными о ходе торгов, статистической информацией, существенными новостями и документами предприятий, акции которых допущены к обращению на Бирже.

В процесс раскрытия информации в РТС тем или иным образом вовлечены практически все структурные подразделения Партнерства.

По запросам членов РТС Котировальный комитет предоставляет копии ежеквартальной финансовой отчетности эмитентов, а также справки о новых выпусках ценных бумаг. Эмитентам, которые подписали с РТС соглашение о сотрудничестве, Котировальный комитет ежеквартально готовит данные об итогах торгов по акциям.

---

<sup>63</sup> Интервью А.Саватюгина, Председателя Информационного Комитета РТС, Зам. генерального директора ЗАО ИК «Энергокапитал», Санкт-Петербург// <http://www.rts.ru>

Дисциплинарная комиссия проводит работу, связанную с подготовкой и предоставлением информации по запросам (как устным, так и письменным) членов Партнерства касательно нарушений, допущенных отдельными профессиональными участниками фондового рынка в качестве членов РТС.

Контрольная комиссия занимается сбором ежеквартальной отчетности членов Партнерства и ее публикацией на сервере РТС в сети Интернет. Для членов РТС на сайте Биржи открыт доступ к отчетности в полном объеме, а остальные пользователи в разделе «Финансовые показатели членов РТС» могут познакомиться с основными данными – размером собственных средств, а также размером ликвидного чистого и первоначального чистого капитала.

Информационный комитет готовит ответы на запросы по предоставлению заверенных официальных показателей, таких как рыночная цена, средневзвешенная цена, котировки и т.д., для юридических и физических лиц, нотариусов, регулирующих органов, а также ответы на запросы членов РТС об официальной информации о торгах и реестрах заключенных в РТС сделок.

На протяжении всего прошлого года Информационный комитет РТС принимал решения, направленные на расширение спектра публикуемых данных о торгах на Бирже. В качестве основных можно выделить:

- решение о раскрытии официальной информации о ходе торгов в РТС не только в долларах США, но и в рублях РФ;
- начало расчета рублевых значений Индекса РТС параллельно с валютными значениями. За базовое значение принят курс на 1 сентября 1995 года – 4 447 руб./\$;

- дополнение ежедневных сводок официальной информации об итогах торгов в РТС сведениями о сделках, заключенных в период с окончания торговой сессии до начала следующей;

- открытие доступа к Системе гарантированных котировок на сервере РТС в сети Интернет. Всем заинтересованным лицам в режиме реального времени доступна информация о лучших ценах на покупку и на продажу, данные о времени, цене и объеме последней сделки, а также об объеме и ценах последних сделок за предыдущий день. Кроме того, на www-сервере РТС ежечасно обновляются данные об объеме торгов в СГК, а также раскрывается информация об итогах торгов в Системе гарантированных котировок за каждый час торговой сессии;

- начало публикации на www-сервере Биржи в режиме свободного доступа динамически меняющейся информации о ходе торгов в РТС с задержкой в 15 минут;

- решение о создании нового информационного продукта - "РТС-10", который предназначен для распространения через официальных [дистрибьюторов](#) данных о торгах в РТС в режиме реального времени и включает информацию о котировках и сделках по десяти наиболее ликвидным акциям, допущенным к обращению на Фондовой бирже РТС. Список из десяти наиболее ликвидных акций будет пересматриваться Информационным комитетом РТС один раз в три месяца и доводиться до сведения подписчиков за три недели до вступления в силу.

В рамках программы РТС по раскрытию информации летом прошлого года Биржа подписала с ММВБ «Меморандум о сотрудничестве в целях создания открытой и высокоэффективной инфраструктуры рынка ценных бумаг России», а также совместно с

ведущими российскими информационными агентствами приступила к созданию Ассоциации распространителей финансово-экономической информации.

### ***3.4.1 Автоматизированная система Internet-Trading на РТС***

Массовый интерес к системам Internet-трейдинга в России обусловлен, прежде всего, успехом Internet-брокеров на Западе, в первую очередь в США. Снижение стоимости использования сети Интернет позволило зарубежным инвестиционным компаниям, наряду с традиционными брокерскими услугами, оказывать услуги по электронному заключению сделок. Опыт зарубежных рынков показывает, что в Internet-трейдинге сегодня больше всего заинтересованы компании, ориентирующиеся на рынок частных инвесторов (физических лиц), поскольку они работают с возрастающим числом относительно небольших по стоимости клиентских приказов.

В конце 1999 г. несколько ведущих отечественных торговых площадок, в том числе и Фондовая биржа РТС, одновременно объявили о намерении приступить к разработке программного обеспечения для автоматического размещения на биржах заявок брокеров — так называемого "шлюза" к торговой системе. В мае 2000 г. рабочая версия Шлюза СГК была предложена разработчикам для тестирования, в сентябре к системе был подключен первый участник торгов, который и заключил первую сделку в начале октября<sup>64</sup>.

Основная цель системы — *предотвратить финансовые потери брокерской компании от умышленных действий клиента или сторонних лиц*, а также от случайных искажений в сети передачи информации.

Помимо основной цели, система призвана обеспечить определенный уровень защиты клиента брокерской компании от умышленных или непреднамеренных действий брокерской компании или третьих лиц, тем самым повысить уровень доверия к брокеру,

---

<sup>64</sup> информация из раздела «Рынки и технологии», <http://www.rts.ru>

поднять его репутацию и усилить привлекательность услуг для потенциальных клиентов.

Для защиты интересов брокера важно обеспечить:

- надежную идентификацию отправителя на этапе приема приказа (приказ был отправлен именно тем пользователем, который имеет права на подачу приказов);
- проверку целостности принимаемой информации (информация принимается в таком виде, в каком она была отправлена);
- фиксацию времени и факта передачи приказа;
- потенциальную возможность доказательства всех вышеперечисленных свойств полученной информации в суде;
- предотвращение доступа несанкционированных пользователей к информации клиентов брокера;
- предотвращение доступа несанкционированных пользователей к информации, передаваемой между авторизованным пользователем и брокером при передаче по открытым каналам связи.

Для клиентов важно, чтобы система обеспечила:

- Предотвращение подделки приказов и передачи их брокеру от имени клиента;
- Предотвращение искажения информации в приказе на этапе передачи от клиента к брокеру;
- Потенциальную возможность доказательства в суде, что действия брокера не соответствуют требованиям приказа, в случае ошибки или умышленных действий брокера;

- Предотвращение доступа несанкционированных пользователей к информации клиентов брокера;
- Защиту от несанкционированного доступа к данным, как получаемых от брокера, так и передаваемых брокеру при передаче их по каналам Интернет.

Для защиты информации РТС предоставляет системе Internet – трейдинга следующие средства:

- электронно-цифровую подпись;
- систему управления открытыми ключами электронно-цифровой подписи на базе использования сертификатов;
- процедуру заверения времени приема/обработки полученной информации;
- механизм формирования уникальных идентификаторов сообщений.

Таким образом, данная система предоставляет должный уровень защиты для брокеров и их клиентов. Двухсторонняя система защиты послужит фактором, увеличивающим доверие инвесторов, с одной стороны, а, с другой стороны, защитит профессиональных участников фондового рынка со стороны их клиентов.

Системы идентификации клиента, возможность быстрой сверки информации о нем с помощью различных баз данных, а также специфика данных систем, состоящая в односторонней связи (лишь клиент способен передавать свои приказы, путем идентификации. Брокер этого делать за своего клиента не может), способствует защите инвестора от одного из наиболее распространенных видов манипулирования - «навязывания» информации.

По мнению автора, создание подобных систем на российском фондовом рынке повышает уровень защиты как инвесторов, так и профессиональных участников рынка

ценных бумаг, и позволяет максимально приблизиться к уровню организации систем надежной защиты, используемых на всех развитых фондовых рынках.



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, при рассмотрении темы «Манипулятивные сделки и практика их регулирования» можно с уверенностью констатировать, что проблема манипулирования на рынке ценных бумаг является если не первостепенной, то одной из приоритетных и подлежащих решению.

Одним из условий успешного функционирования рынка ценных бумаг является справедливое ценообразование, основанное на взаимодействии спроса и предложения, а манипулирование ценами приводит к возникновению на рынке дисбаланса. Искусственное формирование цен на финансовые активы является одним из основных параметров манипулятивных сделок.

Рассмотрев практику регулирования манипулятивных сделок на развитых рынках (на примере США и некоторых европейских государств) можно утверждать, что, несмотря на эффективную, целостную и проработанную систему организации контроля, скоординированные действия регулирующих органов, серьезные меры уголовной ответственности и наличие практики судебных разбирательств, проблема манипуляций не теряет своей актуальности. Более того, в связи с возникновением новых возможностей и появлением новых способов осуществления манипулирования на фондовом рынке (например, манипулирование с использованием возможностей сети Интернет), проблема требует постоянного внимания.

Изучив проблему манипулирования ценами на российском фондовом рынке, нужно отметить, что основным аспектом является вопрос несовершенства законодательства, заключающийся в следующем:

Во-первых, отсутствие системного подхода при формировании нормативной базы. Не прослеживается связи между нормативными актами различных уровней,

действия финансовых институтов, обладающих правом на регулирование манипулятивных сделок, не скоординированы.

Во-вторых, отсутствие в законодательстве единого определения понятия «манипулирование»: существуют лишь отдельные упоминания о запрещении манипулирования в законах и постановлениях некоторых ведомств. Данное обстоятельство позволяет почти безнаказанно осуществлять манипулирование, потому как признание в судебном порядке факта манипулирования значительно усложнено. До сих пор не было еще ни одного судебного разбирательства по этому поводу.

В-третьих, основная нагрузка вопроса манипулирования ложится либо на организаторов торговли, либо на саморегулируемые организации, которые через создание Правил осуществления торгов либо через Кодексы устанавливают запрещающие нормы, а также меры ответственности, обычно дисциплинарного или административного характера.

Наибольших успехов в процессе регулирования манипулятивных сделок на российском фондовом рынке достигли саморегулируемые организации и организаторы торговли.

Например, построенная на ММВБ система надзора за финансовыми рынками позволяет обеспечить защиту профессиональных участников рынка и инвесторов от недобросовестной торговли, создать благоприятные условия для привлечения инвесторов на биржевой рынок, а также приблизить ММВБ к ряду цивилизованных торговых площадок путем соблюдения не только российского законодательства, но и использования международных стандартов в области организации торговли ценными бумагами.

Но указывать лишь недостатки сложившейся системы, призванной осуществлять контроль за манипулятивными сделками, представляется неправильным, поскольку

сложились достаточно благоприятные предпосылки для построения эффективной системы контроля. В частности, за последние годы в России были сделаны значительные шаги в регулировании процесса раскрытия информации участниками рынка в части условий раскрытия, объема и форм раскрываемой информации, в результате которых на российском фондовом рынке сложилась эффективная система раскрытия информации, которая действует в двух направлениях - защита эмитентов, а также защита инвесторов.

Таким образом, по мнению автора, на сегодняшний день можно внести следующие предложения по улучшению положения в области регулирования проблемы манипулятивных сделок на российском фондовом рынке:

- необходимо в первую очередь прописать в законодательстве понятие «манипулирование». Возможно, на уровне организаторов торговли следовало бы разработать единые правила ведения торгов с детальным указанием всех возможных нарушений, в том числе и манипулятивных стратегий, отступление от которых преследовалось бы в судебном порядке;
- следует изменить систему правоприменения, которая в настоящее время построена таким образом, что даже при наличии случаев манипулирования не позволяет привлечь к ответственности виновных. Отсутствие судебных решений по данному вопросу говорит о неспособности и несостоятельности российского законодательства решать проблему манипулирования ценами на российском рынке. В этом отношении российский фондовый рынок заметно проигрывает зарубежным фондовым рынкам с уже налаженной системой защиты инвесторов и профессиональных участников от манипулирования;
- в этой связи представляется необходимым расширить сферу полномочий регулирующих органов в области манипулирования, возможно, посредством создания координационного совета или рабочих групп. Так, было бы

правильным создать подразделение Комиссии по ценным бумагам, основной целью которого стало бы выявление и расследование случаев манипулирования с дальнейшей передачей всех результатов деятельности в суд. Возможно, следует обязать организаторов торговли сообщать обо всех зарегистрированных случаях манипулирования, чтобы в будущем рассматривать их в судебном порядке;

- необходимо прописать меры ответственности за совершение манипулятивных сделок. Помимо административных мер, принимаемых в большинстве случаев либо на уровне организаторов торговли, либо на уровне саморегулируемых организаций, на федеральном уровне следовало бы установить меры уголовной ответственности, как было сделано в большинстве развитых стран.

В заключение всего сказанного нужно отметить, что до тех пор, пока на российском фондовом рынке не прояснится ситуация вокруг проблемы манипулирования, нельзя говорить, в первую очередь, о сложившейся системе защиты инвесторов, которая является одним из основных факторов построения эффективной системы фондового рынка, а также о построении конкурентоспособной модели фондового рынка в целом.

Характерной особенностью развитого рынка ценных бумаг является приток внешних и внутренних инвесторов. Очевидно, что инвесторы ищут всестороннюю защиту своих интересов, в том числе и от манипулирования. Таким образом, торговая активность российского фондового рынка не будет полной до тех пор, пока в России не сформируется адекватная сложившейся на рынке ценных бумаг ситуации система организации надзора и контроля за манипулированием.

**СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ**

1. Федеральный Закон РФ «О рынке ценных бумаг»: Принят Государственной Думой 20.03.96 г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96 г. №39-ФЗ, <http://www.fedcom.ru>
2. Федеральный Закон РФ "О товарных биржах и биржевой торговле" (с изм. и доп. от 24 июня 1992 г., 30 апреля 1993 г., 19 июня 1995 г.): Принят Верховным Советом РФ от 20.02.1992 г.; Утвержден Указом Президента РФ от 01.03.1992 №2384-1// <http://www.fedcom.ru>
3. «Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг», утверждено Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 16 ноября 1998 года №49// Вестник ФКЦБ.-1998.-№9(23).
4. «Правила осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации», Утверждены постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11 октября 1999 года № 9// Вестник ФКЦБ.-2000.-№1(38).
5. Письмо Федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг «О возможных мошеннических схемах при торговле ценными бумагами с использованием сети Интернет» от 20.01.2000 № ИБ-02/229// Вестник ФКЦБ.-2000.-№1(38).
6. «Правила проведения торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже», Утверждено на заседании Биржевого Совета Московской Межбанковской Валютной Биржи, Протокол № 21 от 26 января 1999 г. (с изменениями от 26 апреля 1999 года и 29 февраля 2000 года), <http://www.micex.com>
7. «Перечень мер по предотвращению манипулирования ценами при проведении торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже», Утверждено

на заседании Биржевого Совета Московской Межбанковской Валютной Биржи  
Протокол № 7 от 4 ноября 1999 г., <http://www.micex.com>

8. «Порядок применения к Членам Секции мер ответственности за нарушение правил совершения операций в Секции фондового рынка ММВБ», Утверждено на заседании Дирекции Московской межбанковской валютной биржи, Протокол № 32 от 30 марта 1999 г., <http://www.micex.com>
9. «Кодекс добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке», утвержден Советом Национальной Фондовой Ассоциации от 11 октября 2000 года, <http://www.nfa.ru/nfa/documents/standart1.htm>
10. Приложение №1 к «Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке»: Положение «Об основных требованиях к профессиональному участнику на фондовом рынке», <http://www.nfa.ru/nfa/documents/standart2.htm>
11. Приложение №2 к «Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке»: Положение «О запрете манипулирования ценами на РГЦБ», <http://www.nfa.ru/standart/manip.htm>
12. Приложение №4 к «Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке»: Положение «О дисциплинарных мерах и их применении» к «Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке», <http://www.nfa.ru/nfa/documents/docmon1.htm>
13. Дисциплинарный Кодекс саморегулируемой организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР)», утверждено решением Совета директоров НАУФОР резолюция № 98-22-shРДН-2702 от 12.03.98 с изменениями от 20.07.98, утв. Протоколом заочного голосования №98-28shРДН-2007, от 17.07.00, утв. Протоколом заочного голосования №2000-53-zРДН-1707, <http://www.naufor.ru>

14. Б. Рубцов «Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития».- М.: ФА, 2000.
15. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок.- 6-е изд.: Пер. с англ.- М.: ИНФРА-М, 2000.-VIII+648 с.
16. Миркин Я.М., Раздаточные материалы к лекциям по дисциплине «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»
17. Тезисы к докладу ММВБ на тему: «Организация надзора на финансовых рынках ММВБ с использованием систем SMARTS», <http://www.micex.com>
18. Я. Миркин, С. Лосев «Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи»// «Рынок ценных бумаг».-2000.-№22.
19. Э. Астанин, В. Салахутдинов «Современные информационные технологии для инвесторов рынка ценных бумаг»// «Рынок ценных бумаг».-2000.№22
20. В. Татьянников «Большая стирка. Манипулирование ценами весьма распространено на фондовом рынке»// «Эксперт» - Урал.-2000.-ноябрь, №11.
21. О. Уваров, Л. Фомина «Мошенничество, манипуляции и другие правонарушения с ценными бумагами»// «Рынок ценных бумаг».-1999.-№16.
22. Э. Астанин, В. Салахутдинов «ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг»// «Банковское дело в Москве».-1998.-апрель, №4(40).
23. О. Сухова "Организация рынка ценных бумаг США"// Рынок ценных бумаг.-1998.-№2.
24. «Годовой отчет о деятельности РТС за 1999 год», <http://www.rts.ru>
25. Интервью А.Саватюгина, Председателя Информационного Комитета РТС, Зам. генерального директора ЗАО ИК «Энергокапитал», Санкт-Петербург// <http://www.rts.ru>
26. Информация из раздела «Рынки и технологии», <http://www.rts.ru>

27. Новости от 02.03.2001 с сайта «Российский институт директоров», «ФКЦБ вплотную займется проблемой раскрытия информации», <http://www.ricd.ru/>

#### **ИНОСТРАННЫЕ ИСТОЧНИКИ:**

28. The Securities Act of 1933, The Center for Corporate Law University of Cincinnati College of Law, <http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/index.html>

29. The Securities Exchange Act of 1934, The Center for Corporate Law University of Cincinnati College of Law, <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/index.html>

30. Commodity Future Trading Commission, “Commodity Exchange Act”, <http://lii.warwick.ac.uk/uscode/7/ch1.html>

31. IASC STANDARDS – ASSESSMENT REPORT, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, may 2000, <http://www.iosco.org>

32. SEC Concept Release: Short Sales, 17 CFR PART 240, Release No. 34-42037; File No. S7-24-99 RIN 3235-AH84, Short Sales // <http://www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm>

33. Pump&Dump.con: Tips for Avoiding Stock Scams on the Internet // <http://www.sec.gov/investor/online/pump.htm>

34. “SEC Charges 33 Companies and Individuals With Fraud for Manipulating Microcap Stocks”, for immediate release, 2000-124 // <http://www.sec.gov/news/headlines/intmm.htm>

35. “SEC Continues Nationwide Crackdown Against Internet Fraud, Charging 33 Companies and Individuals With Fraud For Manipulating Microcap Stocks” // <http://www.sec.gov/news/press/2000-124.txt>

36. “Internet Fraud: How to Avoid Internet Investment Scams” // <http://www.sec.gov/investor/pubs/cyberfraud.htm>

37. Securities and Exchange Commission, Administrative proceedings, File №3-9180, <http://www.sec.gov>



38. SEC, Enforcement Division, “Internet Enforcement Program”,  
<http://www.sec.gov/divisions/enforce/internetenforce.htm>
39. SEC, Enforcement Division, “About Microcap Stocks”,  
<http://www.sec.gov/divisions/enforce/microcap.htm>
40. Enforcement Division Summary “Possible violations of securities law”, <http://www.sec.gov>
41. SEC “Investor Alert: Stock Market Fraud "Survivor" Checklist”,  
<http://www.sec.gov/investor/pubs/fraudsurvivor.htm>
42. SEC, “ Avoiding Internet Investment Scams: Tips for Investors”,  
<http://www.sec.gov/investor/online/scams.htm>
43. NASD Regulation “Rule 3350 -- Aggregation Units”, <http://www.nasdr.com>
44. «Internet-Related Stock Fraud Cases Increasing SEC»,  
<http://www.newsbytes.com/news/00/157796.html>
45. M.J.Aitken, J.Berry “ Market Surveillance at the Australian Stock Exchange: An Overview”, <http://www.smarts.com.au/surveill.html>
46. Internet Fraud Complaint Center, “Six Month Data Trend Report”, may-november 2000,  
<http://www.ifccfbi.gov/strategy/6monthreport.pdf>
47. “The future of unfair trading”, Euromoney, 1999
48. Barron’s Dictionary of Finance and Investment Terms, Fifth Ed., 1998.