

***Финансовая Академия при Правительстве
Российской Федерации***

Кафедра «Ценных бумаг и финансового инжиниринга»

бумаг

Допущена к защите
Зав. кафедрой «Ценных
и финансового инжиниринга»
Проф. Миркин Я.М.

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

на тему:

**МАНИПУЛЯТИВНЫЕ СДЕЛКИ И ПРАКТИКА ИХ
РЕГУЛИРОВАНИЯ**

**Студента 5-го курса,
5-ей группы, института Кредита
Соловьева Дмитрия Ивановича**

Научный руководитель:
Старший преподаватель
Безсмертная Екатерина Ремовна

Научный консультант:
Доцент кафедры АИТ
Литвиненко Алевтина Федоровна

Внешний рецензент:
Начальник Управления
фондовых операций ММВБ
Марголит Геннадий Ремирович

Москва 2002 г.

План:

ВВЕДЕНИЕ	3
Глава 1. Манипулятивные сделки на Рынке Ценных Бумаг.	
1.1 Понятие манипулятивных сделок.....	6
1.2. Цели и виды манипулирования.....	10
1.2.1 Манипулирование, осуществляемое при первичном размещении.....	17
1.2.2 Манипулирование на вторичном рынке.....	21
1.2.3 Манипулирование, совершаемое при помощи сети Интернет.....	28
Глава 2. Практика регулирования манипулятивных сделок на зарубежных фондовых рынках.	
2.1 Манипулятивная практика США.....	36
2.2 Регулирование манипулятивных сделок на развитых рынках. Анализ нормативной базы федерального значения	
2.2.1 Международное регулирование.....	43
2.2.2 Регулирование манипулятивных сделок США.....	45
2.2.3 Регулирование манипулятивных сделок на примере Великобритании и Германии.....	56
2.4 Автоматизированные системы надзора за рынком ценных бумаг.....	61
Глава 3. Манипулирование на российском Рынке Ценных Бумаг	
3.1 Манипулятивная практика России.....	67
3.2 Государственное регулирование российского РЦБ.....	85
3.3 Методы борьбы с манипулированием СРО	95
3.4 Организация мониторинга и контроля на ММВБ.....	100

ЗАКЛЮЧЕНИЕ	105
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	110

Введение.

Естественное ценообразование на финансовых рынках является базовым условием их нормального функционирования, устойчивого состояния и развития. Фондовый рынок способный выполнять свои основные функции по перераспределению денежных средств и переводу сбережений в инвестиции характеризуется как эффективный и справедливый.

Манипулирование ценами ведет к нарушению равновесия на фондовом рынке, лишению 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.

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

Исторически первой, наиболее жестокой и эффективной системой регулирования фондового рынка является система США. Она послужила и продолжает служить образцом при создании национальных систем регулирования в большинстве стран мира, включая Россию. Вплоть до начала XX века какое-либо регулирование на рынке ценных бумаг со стороны государственных органов отсутствовало. Рынок контролировался исключительно фондовыми биржами, а само это регулирование предназначалось для поддержания честных правил игры между самими профессиональными участниками и практически никак не затрагивало инвесторов. На фондовом рынке процветала практика манипулирования ценами, которая в настоящее время повсеместно запрещена.

Сложившаяся в 30-е годы система регулирования приобрела двухуровневый характер. Первый уровень – это органы государственного регулирования, прежде всего Комиссия по ценным бумагам и биржам, а также специальные органы регулирования в штатах. Второй уровень представлен саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг, к числу которых в США относятся в первую очередь фондовые биржи и Национальная ассоциация фондовых дилеров.

В российском законодательстве мало внимания уделено проблемам манипулирования. Никто из участников рынка не припомнил хотя бы одного административного наказания за манипуляцию, не говоря уже о судебном разбирательстве по этому поводу. В Уголовном кодексе даже нет слова "манипуляция". Осознанность регулирования подобных практик проявилось у России достаточно недавно, хотя проблема существует уже много лет. И решение данной проблемы, по мнению автора, является первостепенной.

Во всех российских нормативных документах лишь косвенно указываются меры по контролю над процессом ценообразования на рынке. Кроме того, положения действующего биржевого законодательства России не раскрывают состава данного правонарушения. В частности, если сравнивать законодательство США и России, то достаточно явно просматривается недоработанность российского законодательства, в частности Закона "О рынке ценных бумаг", который не получил дальнейшего развития в отличие от Закона «О ценных бумагах» США 1933г.

Само явление манипулирования достаточно тонко, его установление зачастую субъективно. Особая опасность манипулирования состоит в том, что кроме откровенных грубых видов воздействия на цены с целью изменения их в своих интересах, существует много других видов операций, по форме не отличимых от обычных сделок.

Те же сложности возникают и в процессе идентификации случаев манипулирования, когда отнесение той или иной ситуации к разряду манипулирования

вытекает не только из абсолютных и бесспорных доказательств, сколько добровольной договоренности участников рынка о том, чтобы считать подобные случаи манипулированием.

Неочевидность манипулирования влечет за собой и другое следствие: поскольку выявить его, классифицировать, правильно определить суть операции – дело непростое, зачастую доступное только людям, которые ежедневно практически работают на рынке, то решение проблемы манипулирования в первую очередь – дело профессиональных участников, в лице организаторов торгов, а также саморегулируемых организаций.

Автор в своем исследовании акцентирует свое внимание на таких вопросах как: практика регулирования манипулятивных сделок в развитых странах и России, регулирующие органы, автоматизированные системы слежения за рынком, нормативная база исследуемого вопроса, случаи и факты манипуляций, меры Саморегулируемых организаций (СРО).

Рассматривая данную проблему, автор ставит себе цель исследовать теоретические аспекты манипулирования, состояние рынков на наличие манипулятивных сделок и степень их развитости на конкретных примерах. Разобрать регулирование манипулятивных сделок и меры, применяемые к нарушителям в зарубежных странах и России. Конечной целью написания диплома является выработка предложений по решению данной проблемы.

Глава 1. Манипулятивные сделки на Рынке Ценных Бумаг

1.1 Понятие манипулятивных сделок

С целью определения понятийного аппарата, связанного с манипулированием, автор считает целесообразным рассмотреть различные подходы, связанные с определением понятия манипулирования и как они представлены в разных источниках, в том числе и зарубежных. Классифицировать манипулирование автор предлагает по трем уровням:

- 1) на теоретическом уровне
- 2) на законодательном уровне;
- 3) на уровне биржи;

Существует множество определений манипулирования, рассмотрим наиболее распространенные.

Манипулирование представляет собой искусственный контроль за ценами: оно состоит в попытке заставить инвесторов покупать ценные бумаги по курсу выше или ниже того, который был бы в том случае, если бы он формировался под воздействием рыночных сил спроса и предложения. Манипулятор надеется получить прибыль или избежать убытков путем формирования искусственных цен в ущерб рядовым инвесторам. Некоторые формы манипулирования являются законными и в настоящее время (США). Характерная особенность понятия “манипулирование” - искусственный контроль цен, а не его противозаконность.¹

Похожее определение можно найти в словаре Black's Law Dictionary, где *Манипулирование ценами* (price manipulation) - серии сделок, включающие покупку и

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

продажу ценной бумаги с целью создания фальшивой или вводящей в заблуждение видимости активной торговли или с целью поднять или понизить цену с тем, чтобы побудить других участников рынка к покупке или продаже ценной бумаги.²

Другой словарь дает определение Манипулирования ценами как искусственный контроль за ценами или их стабилизация на основе пуловых (см. ниже) соглашений или иных совместных предпринимательских действий.³

Манипулирование с биржевыми курсами – искусственное воздействие слухов о положении какого-нибудь акционерного общества, когда преувеличиваются либо его трудности, либо успехи, в результате чего создается соответствующая ситуация, и цены товаров и курсы акций меняются⁴.

Определение манипулирования также дается в законах и постановлениях регулирующих органов.

В российском законодательстве проблема манипулирования обозначена, в первую очередь, в федеральном законе «О рынке ценных бумаг», в соответствии с п.2 ст. 51 которого «профессиональные участники рынка ценных бумаг не вправе манипулировать ценами на рынке ценных бумаг и понуждать к покупке или продаже ценных бумаг путем предоставления умышленно искаженной информации о ценных бумагах, эмитентах эмиссионных ценных бумаг, ценах на ценные бумаги, включая информацию, представленную в рекламе»⁵.

Кроме того, определение манипулирования дается в Постановлении ФКЦБ России №49: «манипулированием ценами признаются действия участника (участников) торгов, в том числе объявление сделок с ценными бумагами и (или) финансовыми инструментами,

² Black's Law Dictionary, 6th edit. St.Paul, Minn. West Publishing Co., 1990

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

⁴ Карельский В.Ф., Гаврилов Р.В. "Толковый биржевой словарь", стр. 182

⁵ Закон РФ от 20 февраля 1992 г. N 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле" (с изм. и доп. от 24 июня 1992 г., 30 апреля 1993 г., 19 июня 1995 г.) – <http://www.fedcom.ru>

сторонами по которым является одно и то же лицо, которые привели или могут 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).»⁶

Также косвенное отражение определение «манипулирования» нашло в абз.11 ст.18 Закона РФ "О товарных биржах и биржевой торговле": "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, искусственного завышения или занижения цен, сговора или распространения ложных слухов с целью воздействия на цены".⁷

А также в Указании ЦБ РФ от 7 июля 1999 года N 603-У "О порядке осуществления внутреннего контроля за соответствием деятельности на финансовых рынках законодательству о финансовых рынках в кредитных организациях".

Данное Указание определяет манипулирование ценами на рынке ценных бумаг как действия любого участника рынка ценных бумаг (группы участников), направленные на изменение курсовой цены финансового инструмента, что может привести к дестабилизации рынка ценных бумаг.

Во всех этих нормативных документах лишь косвенно указываются меры по контролю над процессом ценообразования на рынке. Кроме того, положения действующего биржевого законодательства России не раскрывают состава данного правонарушения. В частности, если сравнивать законодательство США и России, то достаточно явно просматривается недоработанность российского законодательства, в

⁶ ФКЦБ России Постановление №49 от 16 ноября 1998г. «Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг» - <http://www.fedcom.ru>

⁷ Закон РФ от 20 февраля 1992 г. N 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле" (с изм. и доп. от 24 июня 1992 г., 30 апреля 1993 г., 19 июня 1995 г.) - <http://www.fedcom.ru>

частности Закона "О рынке ценных бумаг", который не получил дальнейшего развития в отличие от Закона США 1933г.

В законодательстве США рыночное манипулирование определяется как преднамеренное или умышленное поведение, направленное на обман или мошенничество в отношении инвесторов на основе контроля или искусственного влияния, оказываемого на цены. Практика размещения ордеров в конце дня с тем, чтобы поднять выше цену закрытия, хорошо известна как "маркировка цены закрытия".⁸

Что касается биржевых правонарушений, то их можно объединить в несколько групп.

В зависимости от характера и обстоятельств совершения существуют:

- ◆ так называемые "чисто биржевые" правонарушения, иными словами - правонарушения, обусловленные исключительно спецификой биржевой деятельности, например, нарушение правил допуска к биржевой торговле или преднамеренное искажение данных в заявке на включение в листинг;
- ◆ экономические правонарушения общего характера, совершаемые в процессе биржевой деятельности или связанные с нею.

В зависимости от порядка установления ответственности принято различать:

- ◆ правонарушения, для которых биржевым законодательством устанавливается особый режим регулирования, в том числе незаконная биржевая деятельность, нарушение порядка раскрытия биржевой информации;
- ◆ правонарушения, к которым применяются общие регулирующие положения: использование биржевых торгов для легализации (отмывания) денежных средств или иного имущества, приобретенных преступным путем; разглашение сведений, составляющих коммерческую тайну; принуждение к совершению биржевых сделок или к отказу от их совершения и т.д.

Биржевые правонарушения можно также классифицировать по степени тяжести подлежащих наложению мер ответственности. В международной практике к биржевым правонарушениям, за совершение которых предусматривается уголовная ответственность, относятся: манипулирование ценами, понуждение к биржевой спекуляции, незаконная биржевая деятельность, инсайдерские правонарушения, нарушение биржевой тайны и порядка информационного обеспечения.⁹

Сотрудники ММВБ к действиям, которые могут быть признаны манипулированием ценами, относят действия Члена Секции (Членов Секции), в том числе объявление заявок на совершение сделок с ценными бумагами, заключение кросс-сделки, которые привели или могли привести к дестабилизации рынка ценных бумаг, в том числе к необусловленному объективными событиями, влияющими на рынок ценных бумаг, изменению цен спроса (предложения) ценных бумаг, либо числа заявок (сделок).¹⁰

Из вышеперечисленных определений можно сделать вывод, что манипулирование носит негативный характер, так как нарушает равновесие на фондовом рынке, лишает участников равных возможностей при принятии решений, основанных на общих принципах раскрытия и доступности информации и приводит к дестабилизации рынка, возникновению экономического дисбаланса, установлению искусственных цен на финансовые активы.

1.2 Цели и виды манипулирования

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

1. *Повышение курса ценной бумаги.* Манипулятор способствует повышению цены ценной бумаги, которую потом продает инвестору. Это наиболее распространенный

⁸ Securities Exchange Act of 1934, Section 10(b),

⁹ Шеленкова Н.Б. Биржевые правонарушения «Законодательство» 1998 г. №2-3

¹⁰ «Перечень мер по предотвращению манипулирования ценами при проведении торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже», Протокол № 7 от 4 ноября 1999 г.

способ манипулирования.

2. *Стабилизация цен.* Конечный результат обычно состоит в том, что ценная бумага продается по более высокому курсу, чем тот, который бы установился под воздействием чисто рыночных сил. Подобная практика часто используется при андеррайтинге ценных бумаг. Подобное манипулирование разрешено SEC (Комиссией по ценным бумагам и биржам, США) при условии, что инвесторы полностью информированы о проведении подобных операций. Такое манипулирование редко становится объектом критики.

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

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

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

распространить его ценные бумаги по возможно более высоким ценам).¹¹

Итак, целью манипулирования всегда является обман или введение других лиц в заблуждение. Под последними понимается не только сторона по биржевой сделке, но и все лица, у которых может возникнуть интерес к заключению биржевой сделки под влиянием наступившего заблуждения. Способ воздействия может быть различным. Из этого вытекает вывод о том, что манипулирование основывается не только на предоставлении умышленно искаженной или недостоверной информации. Манипулирование может также осуществляться путем заключения мнимых и притворных сделок, предъявления мнимых биржевых заявок, подкупа средств массовой информации, курсовых маклеров, участников или организаторов биржевой торговли.

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

Выделяют следующие виды манипулирования:

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

Манипулирование информацией в свою очередь можно разделить на три типа:

- 2.1 Распространение информации о том, что в результате действий одного или нескольких лиц курс какой-либо ценной бумаги будет повышаться или понижаться, что косвенно призывает инвесторов к таким же действиям;
- 2.2 Распространение ложной информации о ценной бумаге, которая приведет к массовым покупкам/продажам данной ценной бумаги, и, соответственно, повлечет за собой рост/падение котировок данной ценной бумаги;

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

2.3 Соккрытие или непредставление информации об эмитенте, ценной бумаге или состоянии рынка, которые могут привести к установлению искусственного контроля цен на ценные бумаги.

По способу воздействия на рынок ценных бумаг можно выделить:

1. Единичное (ситуационное) манипулирование. К этому виду манипулирования относятся случаи воздействия на рынок за счет изменения курсовой стоимости фондового актива. Такое манипулирование может производиться как одним участником, так и группой участников рынка в виде отдельной сделки или серии сделок. Манипулированием признается выставление заявок на покупку/продажу или совершение сделок с фондовыми активами при явном отрыве цен проводимых сделок от текущих рыночных цен.

2. Манипулирование рынка в целом. Такое манипулирование совершается путем воздействия на курсовую (расчетную) цену обращающихся на рынке фондовых активов за счет краткосрочного или долговременного проведения сделок большого объема.

2.1. Манипулирование за счет длительного однонаправленного воздействия на рынок. В данном случае манипулятивное воздействие на рынок заключается в совершении однонаправленных операций только по покупке или только по продаже, в результате которых изменяется естественная рыночная цена фондового актива¹².

По количеству участников выделяют следующие виды манипулирования:

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

¹² Приложение №1 к Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке Положение об основных требованиях к профессиональному Участнику на фондовом рынке, НФА раздел 8

2. манипулирование, осуществляемое несколькими участниками на основе взаимной договоренности.

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

◆ **Манипулирование, совершаемое при первичном размещении** (см.п.1.2.1)

1. *Запрещенные практики*

2. *Стабилизация*

◆ **Манипулирование, совершаемое на вторичном рынке** (см.п.1.2.2)

1. *«Мокрые продажи» (wash sales) :*

а) при помощи имитации сделки;

б) на основе спаренных ордеров (matched orders);

в) с привлечением членов семьи.

2. *Корнеры («углы», corners) :*

а) манипулятивные корнеры (manipulative corners);

б) естественные корнеры

3. *Пулы (pools) :*

а) опционные пулы;

б) торговые пулы

В условиях современного рынка выделяют *манипулирование, совершаемое при помощи сети Интернет*. Данный вид в последнее время стал наиболее привлекательным для манипуляторов и в первую очередь это связано с развитием Интернет -трейдинга.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие брокерскую деятельность, в том числе совмещающие ее с дилерской деятельностью, при исполнении поручений обслуживаемых ими инвесторов в ряде случаев совершают действия, направленные на манипулирование ценами, которые могут быть квалифицированы как нарушения законодательства и иных правовых актов о рынке ценных бумаг.

К таким действиям можно отнести следующие операции:

◆ Покупка брокером от своего имени и за свой счет по ценам, значительно отличающимся от рыночных, ценных бумаг, принадлежащих инвестору, в отношении которых данному брокеру было дано поручение о продаже ценных бумаг инвестору, который дал данному брокеру поручение о покупке ценных бумаг. При совершении данных операций по покупке брокером ценных бумаг по существенно более низким, а при продаже - по существенно более высоким, чем рыночные, ценам, не соблюдается условие об исполнении брокерских договоров на наиболее выгодных условиях, установленное ст. 992 ГК РФ.

◆ Совершение брокером собственных операций при наличии встречных поручений обслуживаемых им инвесторов на покупку/продажу ценных бумаг. При наличии в заявках, выставляемых брокерами за счет и по поручению инвестора «пересекающихся» цен (т.е. если цена покупки в заявке больше цены продажи во встречной заявке, выставленной за счет и по поручению другого инвестора), данные операции позволяют брокеру получить выгоду, которая проистекает не из рыночной конъюнктуры, а из использования этим брокером в своих интересах информации о намерениях своих клиентов.

◆ Совершение сделок, в которых обеими сторонами выступает профессиональный участник рынка ценных бумаг, действующий за свой счет как в качестве продавца, так и качестве покупателя. Данный вид манипулирования получил название кросс-сделки и своей целью манипулятор может видеть изменение рыночных цен в свою пользу или извлечение другой выгоды.

Другие виды манипулирования

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 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 по 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)¹³

- Паркинг (parking) - используется для сокрытия собственности на ценные бумаги, представляет собой фиктивную продажу или перевод ценных бумаг на лицо, накапливающее их, с целью последующей перепродажи или перевода настоящему собственнику (или его агенту) на существенно тех же условиях, что и первая продажа;
- "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.¹⁴

1.2.1 Манипулирование, осуществляемое при первичном размещении

Запрещенные практики манипулирования. В том случае, если первичное размещение ценных бумаг базируется на фиксированных ценах и твердых обязательствах андеррайтеров по выкупу эмиссии (например, в США), возникает стимул к одновременному поддержанию курса данной ценной бумаги или ценных бумаг того же класса на вторичном рынке. Например, это может делаться активной скупкой данной бумаги по ценам, завышенным по отношению к ценам первичного размещения и являющимся искусственными (поддерживаемыми операциями андеррайтера).

¹³ Миркин Я.М. Раздаточные материалы к лекциям по дисциплине «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

¹⁴ Securities and Exchange Commission, Administrative proceedings, File №3-9180, <http://www.sec.gov>

В итоге, данная практика может способствовать сбыту ценной бумаги первичным инвесторам по завышенным ценам, приводит к получению андеррайтерами завышенных прибылей при немедленной перепродаже ценных бумаг, выкупленных при первичном размещении, после его окончания – на вторичном рынке, и, кроме того, может быть направлена, на самом деле, не на улучшение результатов первичного размещения (что может быть необходимым – см. **концепцию** ниже), а, используя последнее как предлог, на получение прибылей от манипулирования на первичном рынке.

Концепция. Разрешенные практики манипулирования на вторичном рынке (регулируемой стабилизации цен) в ходе первичного размещения ценных бумаг. Была принята в США. *Основные доводы:*

- ◆ в том случае, если первичное размещение ценных бумаг базируется на фиксированных ценах (т.е. не определяемых рынком ценам) и твердых обязательствах андеррайтеров по выкупу эмиссии (например, США), возникает закономерная потребность в одновременном поддержании курса данной ценной бумаги на вторичном рынке. Когда первичное размещение осуществляется по рыночным, ежедневно складывающимся ценам, то такой потребности не возникает (и на первичном, и на вторичном рынках цены определяются только рыночными силами).
- ◆ соответственно, в отношении первичных размещений, осуществляемых по фиксированными ценам, под твердые обязательства андеррайтеров, сочетание фиксированной цены на первичном рынке – и манипулированной на вторичном – возможно (если оно строго регулируется). Когда первичное размещение осуществляется по рыночным, ежедневно складывающимся ценам (“через рынок”), то такое сочетание свободной рыночной – и манипулированной рыночной цен на двух параллельных рынках является невозможным, мошенническим.

- ◆ необходимость противостоять спекулянтам, которые будут сбрасывать ценную бумагу на вторичном рынке с тем, чтобы получить быструю прибыль в форме разницы между ценой первичного размещения и ценой вторичного рынка (последняя, как правило, выше, т.к. включает премию за дополнительный риск, которую должен получить первичный инвестор). Подобные массивные продажи могут дестабилизировать рынок, искусственно понизить курс бумаги, подорвать саму возможность первичного размещения по фиксированным ценам, под твердые обязательства.
- ◆ поступление на вторичный рынок крупных партий ценных бумаг (в результате эмиссии, т.е. крупного выброса “товара” на рынок) может искусственно дестабилизировать рынок, неоправданно занижить цены.
- ◆ андеррайтер принимает на себя повышенные риски, обязуясь выкупать эмиссию по фиксированным ценам. Соответственно, он должен иметь возможность защитить себя от колебаний на данную ценную бумагу на вторичном рынке.
- ◆ повышенные риски принимает на себя также первичный инвестор (в сравнении с инвестором, действующим на вторичном рынке), что создает право защиты от понижительных движений курса.

Таким образом, применение регулируемой стабилизации цен является экономически обоснованным. Прежде всего потому, что стабилизация может обеспечить полноту размещения для ценных бумаг, вероятность успеха которых на первичном рынке либо сомнительна, либо в сильной степени зависит от благоприятных внешних условий. В самом деле, если их курсы на биржевом или внебиржевом рынках начнут падать в период первичного размещения, то инвесторы откажутся их приобретать (возможны даже ситуации, когда цены на вторичном рынке окажутся ниже цен, по которым распределяется эмиссия). Однако при успешной стабилизации цены оказываются манипулированными - установленными выше уровня, на котором бы они сложились при действии естественных

рыночных сил. Поэтому возникает потребность в жестком регулировании данной практики.

В США Комиссией по ценным бумагам и биржам устанавливается основное ограничение - соответствие стабилизации ее главной цели - предупреждению или препятствованию падению цен на вторичном рынке на ценную бумагу, размещаемую на первичном рынке.

Стабилизация проходит под жестким контролем со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам, и осуществляется по следующей схеме:

- стабилизацией занимается менеджер синдиката в интересах членов синдиката,
- право менеджера и его обязанности в этом отношении закрепляются в синдикационном соглашении,
- количество ценных бумаг, используемых для стабилизации, может определяться как процент к величине эмиссии,
- размещение у специалистов на (обычно всех) биржах, где торгуется данная ценная бумага, приказов на покупку на сумму, достаточную для того, чтобы поглощать все избыточные приказы на продажу, способные в ином случае привести к понижению курса,
- на внебиржевых рынках подобные приказы на покупку размещаются у дилеров, поддерживающих достаточный объем операций с данной ценной бумагой,
- андеррайтер публично объявляет о стабилизационной поддержке ценной бумаги,
- андеррайтер обязан вести отдельный учет своих действий по стабилизации, в т.ч. по каждой стабилизационной покупке.¹⁵

Стабилизация является разрешенным видом манипулирования при соблюдении установленных законодательных норм, преследующая своей целью фиксацию или закрепление курса ценной бумаги на вторичном рынке в период ее публичной эмиссии,

что, соответственно, может обеспечить полноту размещения для ценных бумаг, вероятность успеха которых на первичном рынке либо сомнительна, либо в сильной степени зависит от благоприятных внешних условий.

1.2.2 Манипулирование на вторичном рынке

1. Мокрая продажа (wash sale) – взаимозамещающая покупка и продажа одного и того же или схожего актива внутри короткого периода времени. Сделки, конечным результатом которых является неизменение собственника.

Один из самых простых механизмов манипулирования заключался в **имитации сделки** на бирже: два брокера объявляли цену, заявляли о совершении сделки, однако на самом деле не происходило движения ни денег, ни ценных бумаг. Цена была заранее ими согласована, предложение продать или купить принималось, но ценные бумаги из рук в руки не переходили.

Другой способ состоял в размещении спекулянтом противоположных приказов у двух брокеров; спекулянт продавал определенное число через одного брокера и вновь покупал их через другого брокера - **спаренные ордера (matched orders)**. Будучи более завуалированным, чем первый метод, реально он приводил к тому же результату: смены собственника не происходило.

Третий метод заключался в продаже определенного пакета акций другим членам семьи, родственникам, друзьям или другим сообщникам. Впоследствии расходы сообщника компенсировались, а акции возвращались первоначальному владельцу.

2. Корнеры («углы») - это спекулятивная ситуация на рынке, когда значительная часть акций оказывается в руках одного лица или группы взаимосвязанных лиц, и продавцы без покрытия не могут приобрести данные акции у кого-либо, кроме как у этого лица. В основе корнера лежит рост цен в связи с естественными причинами или

¹⁵ Миркин Я.М. Раздаточные материалы к лекциям по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

искусственным манипулированием. По мере того, как курс акций повышается, они все больше становятся объектом продаж без покрытия со стороны спекулянтов, которые считают, что в настоящий момент цена завышена и должна упасть. Они заимствуют акции с целью их продажи; часто они и предоставляются займы контролирующей группой. В конце концов продавцы без покрытия обязаны вернуть ценные бумаги, которые они продали без покрытия. А поскольку оказывается, что купить их можно только у контролирующей группы, продавцы без покрытия оказываются вынуждены выкупить у последней акции по той цене, которую устанавливает группа. Таким образом, продавцы без покрытия оказываются загнанными в угол (cornered).¹⁶

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

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

3. Пулы - временное объединение двух или более лиц с целью совместного проведения операций с ценными бумагами, имеющей характер манипуляции. Каких-либо особых причин, по которым манипулирование может производиться только пулами не существует; многие манипуляции такого рода осуществлялись весьма успешно одним человеком. Но возможность объединения капитала, навыков в совершении сделок, опыта

¹⁶ Миркин Я.М. Раздаточные материалы к лекциям по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

¹⁸ Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. «Фондовый рынок» -6-е издание : перевод с английского- Москва, Инфра-М, 1997 г. стр. 368

и связей с корпорациями в рамках общего предприятия является столь привлекательным, что пулы стали типичной формой организации манипуляторов 20-х годов.

Организация пулов. В пуле могли состоять до нескольких десятков участников, которые заключали специальное соглашение (пул-контракт). Это соглашение может представлять собой устное соглашение нескольких человек об активной торговле конкретными ценными бумагами с использованием совместного счета, а может быть и весьма объемным и сложным документом, регламентирующим все аспекты прав и обязанностей каждого из участников. Участниками пула могли быть биржевые торговцы с опытом проведения хитроумных сделок, управляющие корпораций, но чаще всего – брокеры и дилеры. В соглашении указывался **главный менеджер пула** и его вознаграждение; вклад каждого участника; время действия соглашения и метод раздела прибылей и убытков.

Распространенной практикой было использование инсайдеров - приглашение директоров или членов правлений корпораций, чьи акции являются объектом манипулирования, в пулы. Часто инсайдеры были сами инициаторами пулов. В итоге, пул получал:

- ◆ доступ к инсайдерской информации;
- ◆ возможность приобретения опционов на акции непосредственно у компании;
- ◆ дружественное отношение со стороны компании-эмитента (например, инсайдеры не подвергали критике действия пула, не противодействовали действиям пула сами и не помогали в этом другим).

а) Торговые пулы. В торговых пулах акции приобретаются не через опционы, а на открытом рынке. Менеджеры таких пулов приобретают акции на открытом рынке с тем,

чтобы перепродать их по более высокой цене. Для скупки акций используются следующие методы.

Первый заключается в *искусственном понижении курса* акций путем продаж без покрытия или распространения отрицательной для данного эмитента информации, что приводило к падению цен на данные акции.

Второй метод заключался в *стабилизации цены*. Отсутствие роста цены на фоне повышения курсов всех других обращающихся на рынке ценных бумаг лишало акции, представляющие для пула интерес, популярности среди инвесторов. Как только внимание владельцев этих акций переключалось на другие выпуски, пул спокойно приобретал значительные пакеты интересующих их акций.

Третий метод, наиболее дорогостоящий, состоял в *скупке акций по постоянно возрастающей цене*. Менеджеры торговых пулов применяли различные способы, например «встряски» (существенные изменения в рыночных условиях), чтобы скупать у держателей интересующие пул акции до тех пор, пока не будет накоплен пакет, достаточный для оправданного повышения цен на акции или установления «маржи» (надбавки к цене).¹⁷

б) Опционные пулы. Опционным называется пул, который приобретает большую часть или все акции по фиксированным ценам, установленным еще до начала операций. Опционы на покупку акций приобретались у самой корпорации - эмитента, ее крупных акционеров, директоров, других должностных лиц, банков и биржевых спекулянтов. Для покупки акций использовались опционы «колл», приобретая опцион, менеджер пула получал возможность исполнить его по установленной цене в любое время до истечения срока его действия.

Первым шагом в действиях пула был выбор подходящего момента для начала операции. Таким моментом могло быть время, когда ситуация на рынке предполагала

повышение курсов. Нередко с этой целью привлекались специалисты (лица, ведущие аукцион на фондовых биржах США) с целью использования их знаний о ситуации на рынке. Во многих случаях менеджеры пулов непосредственно отдавали специалистам, управляющим счетами в торговом зале биржи, приказы на «усмотрение брокера». Опираясь на свое знание рынка, специалист мог проводить операции купли-продажи с наибольшей эффективностью для пула.¹⁸

Компания эмитент подбиралась с точки зрения возможности распространения благоприятной информации о ней, т.е. должна была отличаться прибыльностью, привлекательными отчетами о своей деятельности, повышенными дивидендами или инновационными достижениями.

Второй шаг состоял в аккумуляции акций выбранной компании. В случае опционного пула такое аккумуляция происходит через приобретение опциона на покупку крупного блока акций по курсу, более высокому, чем текущие рыночные котировки. При этом акции должны обладать (или потенциально обладать) рыночной привлекательностью (например, в отношении продукции, производимой эмитентом) и их запас на рынке должен легко контролироваться. Задачей пула является увеличение курса акций сверх курса, зафиксированного в опционе. Если количество акций на рынке - величина постоянная, то эта задача может быть выполнена только через увеличение спроса на акции.¹⁹ Самый эффективный способ для этого - убедить всех покупать акции, при помощи публикаций благоприятной информации о совершенных сделках, для убеждения других покупателей в недооцененности ценной бумаги.

Менеджер пула открывает множество счетов у различных брокеров, вводит приказы на покупку и продажу, формируя медленно растущий курс акции по мере увеличения количества сделок. В самых грубых формах эти сделки совершаются в

¹⁷ Миркин Я.М. Раздаточные материалы к лекциям по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

¹⁸ Миркин Я.М. Раздаточные материалы к лекциям по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

качестве «мокрых продаж» (фиктивных сделок), когда оператор является покупателем и продавцом одной и той же акции; в других случаях, известных в качестве «связанных ордеров»(matched orders), оператор вводит приказы на продажу со знанием того, что его соучастник вводит соответствующие приказы на покупку на то же количество акций и по той же цене.

Кроме того, искусственная активность на рынке может создаваться путем так называемого “складирования” (warehousing), т.е. совершения сделок РЕПО с обратным выкупом акций по тем же, фиксированным ценам, когда акции временно “складируются” у покупателей. Подобно торговле между фондовыми брокерами с целью создания видимости рыночной активности, «складирование» запрещено разделом 10 закона о торговле ценными бумагами 1934 года.²⁰

Искусственная активность может также поддерживаться созданием *огромного количества приказов на покупку и продажу*, когда пул скоординировано перебрасывает акции между членами пула, при этом общую картину, когда пул в целом преимущественно покупает у внешней публики или, наоборот, продает акции, установить невозможно.²¹

По мере роста цены, используется сложный механизм обеспечения *наблизити* с тем, чтобы стимулировать спрос. Директора корпорации, чьи акции являются объектом манипулирования, делают оптимистичные (однако, не полностью правдивые) заявления относительно перспектив компании (директора могут быть сами членами пула). Те брокеры, которые заинтересованы в пуловой операции, распространяют письменные консультации с советами о приобретении данной акции. Заказываются оптимистические статьи в финансовой прессе. Заключаются соответствующие договора на услуги

²⁰Тьюлз Р.,Брэдли Э.,Тьюлз Т. «Фондовый рынок» -6-е издание : перевод с английского- Москва, Инфра-М, 1997 г. стр. 383

рекламных агентств. Например, в конце 20-х годов в Нью-Йорке была популярна короткая радиопередача под названием «Дружелюбный экономист». Она выходила в эфир в 10 часов вечера и содержала обзор рынка за день и множество аккуратно сделанных вкраплений в виде небольших комментариев по поводу предполагаемой доходности акций, в которых были заинтересованы пулы. Позже, проведенное Сенатом в 1933-34 гг. расследование показало, что эксперт этой программы распространил нужную информацию для 250 пулов, работая нередко одновременно на 30 пулов, также была вскрыта масса примеров подобной оплачиваемой деятельности).²²

На заключительном этапе, как только рыночный курс акции начинает превышать курс опциона, оператор пула реализует свой опцион и осторожно, с превышением продаж над покупками, «разгружается», «сбрасывает» свои акции публике (до этого, при подъеме цены он их больше покупал, чем продавал).

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

В основе опционного пула, как уже указывалось, лежит получение участниками пула опционов на акции. Самым обычным сроком таких опционов был 1 год. Нередко менеджеры пулов имели возможность получить опционы совсем бесплатно. Эти опционы выпускались на разрешенные к выпуску, но еще не выпущенные акции. Иногда на опционы приходилось от 20 до 25% всех выпущенных акций. Причина того, что пулы имели возможность приобрести опцион бесплатно, заключалась в том, что инсайдеры

²⁰ 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 – www.law.uc.edu/

²¹ Миркин Я.М. Раздаточные материалы к лекциям по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

²² Тьюлз Р.,Брэдли Э.,Тьюлз Т. «Фондовый рынок» -6-е издание : перевод с английского- Москва, Инфра-М, 1997 г. стр. 381

корпораций, являющиеся участниками пулов, получали часть прибыли от операций пулов.²³

1.2.3 Манипулирование, совершаемое при помощи сети Интернет.

В связи с увеличением количества сайтов в сети Интернет и, соответственно, пользователей, возрастает количество злоупотреблений. И фондовый рынок не является исключением.

В письме ФКЦБ от 20 января 2000 г. № ИБ-02/229 «О возможных мошеннических схемах при торговле ценными бумагами с использованием сети Интернет»,²⁴ описаны некоторые наиболее типичные мошеннические схемы.

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

²³ Миркин Я.М. Раздаточные материалы к лекциям по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

²⁴ 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)

распространена среди широкого круга пользователей сети самыми разнообразными способами: размещена на информационных сайтах, электронных досках объявлений, в инвестиционных форумах, разслана 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) *Схема финансовой пирамиды (Pyramid Schemes)* при инвестировании денежных средств, используя Интернет - технологии, полностью повторяет классическую финансовую пирамиду. При использовании данного приема инвестор получает прибыль исключительно за счет вовлечения в игру новых инвесторов.

4) *Схема "надежного" вложения капитала (The "Risk-free" Fraud)* заключается в распространении через Интернет инвестиционных предложений с низким уровнем риска и высоким уровнем прибыли. Как правило, эти предложения несуществующих, но очень популярных проектов, таких как вложения в высоколиквидные ценные бумаги банков, телекоммуникационных компаний, в сочетании с безусловными гарантиями возврата вложенного капитала и высокими прибылями.

5) *"Экзотические" предложения (Exotic Offerings)* - например, распространение через Интернет предложения акций костариканской кокосовой плантации, имеющей контракт с сетью американских универмагов, с банковской гарантией получения через непродолжительный промежуток времени основной суммы инвестиций плюс 15% прибыли.

6) *Мошенничества с использованием банков (Prime Bank Fraud)* заключаются в том, что мошенники, прикрываясь именами и гарантиями известных и уважаемых финансовых учреждений, предлагают инвесторам вложение денег в ничем не обеспеченные обязательства с нереальными размерами доходности.

7) *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.

8) *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.

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.

Таким образом, во избежание потерь средств, при инвестировании на иностранных фондовых рынках, инвестору следует придерживаться следующих правил:

1. Осознанно подходить 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 информации Комиссии по ценным бумагам и биржам США EDGAR (www.sec.gov/edgarhp.htm), а также частные сайты (www.financialweb.com, www.companysleuth.com, www.hoovers.com, www.financewise.com, 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, 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 совершить операции. Для того, чтобы избежать возможных недоразумений и убытков, перед открытием счета в брокерской компании 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);

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, www.nasd.com, 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).

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.

Рассмотрим несколько примеров манипулирования при помощи сети Интернет:

В октябре 2000 г. на американском фондовом рынке разразился громкий скандал. Неизвестный злоумышленник разместил на сайте InternetWire.com фальшивый пресс-релиз компании Emulex, одного из ведущих поставщиков оборудования и программного обеспечения для опτικο-волоконных сетей. В результате рыночная капитализация компании на некоторое время снизилась на \$2,5 млрд. Рухнули и акции конкурента Emulex - компании QLogic.²⁵

Еще один пример манипулирования в Соединенных Штатах, когда акции компаний падали в цене из-за негативной информации, размещенной в Интернете. В марте 2000г. жертвой такого трюка стала Lucent Technologies. Фальшивый пресс-релиз о ее якобы ухудшающихся финансовых показателях поместили на одной из досок объявлений Yahoo. Не так давно Комиссия по биржам и ценным бумагам подала в суд на одного из служащих компании PairGain Technologies, который опубликовал в Сети псевдоновостную статью о своей компании. Суд приговорил его к пяти годам условного заключения и штрафу в \$92 000 в пользу компании.²⁶

²⁵ Б.Сафронов «Манипуляторы»// «Ведомости», от 28.08.2000г.

²⁶ Там же

Бывали и случаи "игры на повышение". Хакеры, "вломившиеся" на сайт биотехнологической компании Aastron Biosciences, вывесили на нем сообщение о грядущем слиянии этой фирмы с конкурентом - Geron. Акции обеих компаний совершили рывок на бирже, прежде чем выяснилась правда.

По сообщениям Комиссии по ценным бумагам США (SEC) широко развито манипулирование с использованием схемы «pump and dump». Так мошенники используют веб-сайты, электронную почту, 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.

Securities and exchange commission заявила, что манипулирование ценами, в большинстве своем, происходит 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 (OTCBV)), 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.

При Комиссии по ценным бумагам США в июле 1998 года был создан Отдел 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. Также OIE служит связным звеном между международными правоохранительными органами, занимающимися расследованиями различного рода преступлений в сети Интернет, и национальными агентствами.

Также для борьбы и контроля над преступностью в сети Интернет, ФБР и Департамент Юстиции США открыли сайт, посвященный мошенничеству в сети²⁷. Это Центр по приему жалоб о мошенничествах в сети Интернет образован (The Internet Fraud Complaint Center (IFCC)), создан в форме партнерства между Международным центром по борьбе с преступностью среди «белых воротничков» и Федеральным Бюро Расследований США. Основная цель - получение сведений о мошеннических операциях, совершаемых в сети Интернет. Эта цель достигается путем установления связи между правоохранительными органами и непосредственными жертвами мошенничеств. 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.

Следует отметить, что помимо манипулятивных схем в сети Интернет широко развито *инвестиционное мошенничество*, которое заключается в применении методов, включающих 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.²⁸ К инвестиционному мошенничеству относятся манипулятивные операции на рынке ценных бумаг и схема «Пирамиды Понци». 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

²⁷ Находиться этот сайт по адресу: <http://www.ifccfbi.gov>

²⁸ Barron's Dictionary of Finance and Investment Terms, Fifth Ed., 1998.

масштабах в 1920 году в Бостоне (США). В России расцвет данного вида мошенничества пришелся на 1993 - 1994 гг.

В предоставленном отчете IFCC за 2001 год были собраны данные о случаях мошенничества, о тех, кто обращается в данную организацию, о «преступниках» и о взаимодействии между «жалобщиками» и преступниками. Так вот, более половины жалоб, полученных в связи со случаями инвестиционного мошенничества, пришлось именно на манипулятивные сделки с ценными бумагами.

Предполагается, что для борьбы с преступность в Интернете в *России* будет заниматься специально созданное в ФСБ «Управление компьютерной и информационной безопасности». Задачей является предупреждение, выявление и пресечение преступлений в сфере телекоммуникаций, в том числе в Интернете.

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

Определение понятия манипулирования, его целей и видов является важным условием для построения системы регулирования и контроля за рынком. В следующих главах автором будет рассмотрена практика манипулирования в развитых странах, система регулирующих органов, а также проблемы регулирования манипулятивных сделок в России.

Глава 2. Практика регулирования манипулятивных сделок на зарубежных фондовых рынках.

2.1 Манипулятивная практика США.

Трагические события, произошедшие 11 сентября 2001 г. в США унесли не только сотни жизней людей. Вместе с тем вызвало крах на американских биржах.

Американская комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) допросила участников торгов опционами, держатели которых выигрывают на падении котировок компаний США. Чикагская опционная биржа (Chicago Board Options Exchange, CBOE) также присоединилась к SEC и надзорным органам Европы и Азии и проверяет все подозрительные сделки с опционами, совершенные незадолго до серии террористических актов в Нью-Йорке и Вашингтоне.

SEC и ее коллеги из других стран подозревают, что организаторы терактов могли воспользоваться своим знанием для того, чтобы заработать на падении котировок авиакомпаний, страховщиков и финансовых корпораций.

Торги опционами на поставку акций компаний AMR и UAL подскочили в 285 раз. Так, 10 сентября, за день до терактов, было зафиксировано 1535 сделок с опционами на продажу акций AMR, владельцы которых получают прибыль, если до 20 октября акции компании упали бы ниже \$30. Во вторник цена акций компании составила \$22,93. Днем ранее объем торгов этими бумагами был в пять раз меньше. 6 сентября было зарегистрировано 2 тыс. сделок с опционами на поставку акций UAL, тогда как накануне их количество не превысило 27. После падения котировок прибыль держателей этих опционов многократно возросла.²⁹

Некоторые участники торгов опционами и рыночные эксперты не могут поверить в то, что кто-то мог манипулировать на американских биржах, чтобы заработать на гибели

²⁹ «Сек допросила трейдеров, торговавших перед терактами контрактами на акции компании США»// «Интерфакс», 19.09.2001г.

людей и разрушениях, которые произошли 11 сентября. "По-моему, это невероятно, что кто-то мог взять на себя такой риск, - считает эксперт компании DealAnalytics.com Скотт Келлер. - Если их поймают - это означает пожизненное заключение».

Эксперт финансового рынка Уильям МакЛукас, бывший чиновник SEC, считает, что комиссии не составит труда проанализировать каждую подозрительную сделку и найти заказчиков.

Органы по надзору за рынком ценных бумаг со всего мира провели телеконференцию, чтобы обсудить возможное участие организаторов терактов в США в рыночных торгах. Свои расследования ведут соответствующие органы в Германии, Франции, Италии, Испании, Великобритании, Японии и Гонконге. Но пока никаких обвинений никому не предъявлено.

Следующий пример посвящен нестандартной сделке, произошедшей на аукционе по реализации казначейских облигаций Министерства финансов США.

В системе продажи облигаций индивидуальным инвесторам появилась заявка на покупку объемом \$1 млрд, что в 20 раз превышает установленный лимит. Система не отсекала необычную сделку, и о ней стало известно только после того, как покупатель не заплатил за бумаги.

Минфин пока не называет возможных подозреваемых, однако заявил, что после инцидента в системе были установлены дополнительные меры контроля за подозрительными операциями. Сделка не повлияла на цены и доходность облигаций. Министерство не поставило бумаги, за которые не был внесен платеж, и в результате ему пришлось в своем отчете указать меньшее число облигаций, проданных на аукционе.

Относительно размера сделки нет полной определенности. Представитель секретной службы Министерства Финансов, занимающийся расследованием данного дела заявил, что заказ был сделан на \$1,3 млрд, тогда как, по данным Бюро государственного долга, не было оплачено 905 млн.

Данный случай породил очередную волну критики в адрес Минфина и его практики управления рынком казначейских облигаций, размер которого составляет \$3 трлн. В 2001 г., например, Минфин удивил и разозлил трейдеров своим заявлением о прекращении выпуска 30-летних облигаций. Сообщение было неожиданным, и многие инвесторы понесли значительные потери. При этом один из аналитиков проник на закрытый брифинг для журналистов, на котором было объявлено о прекращении выпуска облигаций, и сообщил об этом некоторым компаниям до официального объявления. Более того, информация появилась на сайте самого министерства за несколько минут до того, как была обнародована.

Аукцион по размещению казначейских векселей и облигаций разделен на два этапа. В первом аукционе, на котором продается львиная доля бумаг, участвуют крупные финансовые институты; Минфин продает облигации тому, кто предложит самую низкую доходность. Во втором аукционе участвуют мелкие инвесторы; размер одной заявки на покупку векселей не может превышать \$1 млн, облигаций - \$5 млн. Бумаги продаются с доходностью, определенной на первом аукционе.

Система Treasury Direct для участия индивидуальных инвесторов во втором аукционе была создана в 1986 г. В 1997 г. она была оборудована электронным доступом через телефон и Интернет. Около 600 000 инвесторов имеют в системе счета, им принадлежат бумаги на \$75 млрд. По словам представителя Минфина, неправильная заявка была оформлена электронным способом.³⁰

Самый громкий скандал, связанный с попыткой манипулирования ценами на рынке казначейских облигаций, разразился в 1991 г. На аукционе компания Salomon Brothers подавала фиктивные заявки на покупку облигаций некоторых выпусков на большие суммы, достаточные для оказания влияния на цены. Инвесторы понесли убытки в размере

³⁰ Грег Ип., Грегори Цукерман «За американские облигации недоплатили \$1 млрд.»// «Ведомости», 22.02.2002 г.

\$250 млн. Salomon Brothers во внесудебном порядке урегулировала дело, возбужденное Комиссией по ценным бумагам и биржам и Минфином США, согласившись выплатить \$290 млн. в виде штрафов и возмещения убытков.

Манипулирование с финансовой отчетностью компании «Enron» известна всем. Автор предлагает рассмотреть манипулирование ценами на фондовом рынке, связанных с рекомендациями, которые давали аналитики ведущих операторов по акциям «Enron».

27 февраля в Комитете сената США по правительственным делам были собраны четыре аналитика из банков J.P. Morgan Chase, Lehman Brothers, Credit Suisse First Boston и Salomon Smith Barney. По данным комитета, 10 из 15 аналитиков ведущих финансовых институтов поддерживали рекомендации "покупать" и "активно покупать" вплоть до 8 ноября. Между тем уже с середины октября было известно, что Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) расследует финансовую ситуацию в компании. Более того, консенсус-рекомендация (среднее арифметическое отдельных рекомендаций) в конце ноября подскочила до почти единогласного "активно покупать" А 2 декабря Enron объявила о банкротстве.

"Независимо от того, что творится на рынке, аналитики продолжают говорить: покупай", - резюмировал председатель комитета Джозеф Либерман.

Здесь также был затронут вопрос о конфликте интересов, ставший актуальным после того, как «сдулся» интернет-пузырь. Многие аналитики Уолл-стрит рекомендовали покупать акции технологических компаний все время, пока котировки падали с заоблачных высот в бездну. Глава комитета считает, что сложившаяся в инвестбанках практика подрывает объективность аналитиков. Аналитики отрицают наличие конфликта интересов в случае с Enron. Они обвиняют компанию и ее аудитора Andersen в предоставлении неверной финансовой информации. "Мы не получили достоверной и полной информации, - заявил Реймонд Найлз, аналитик Salomon Smith Barney, понизивший свою рекомендацию "продавать" 25 октября, через неделю после того, как

стало известно, что SEC расследует финансовые операции Enron. - Подтвержденная аудитором финансовая отчетность компании, - краеугольный камень анализа стоимости ее акций и перспектив изменения. Сегодня всем известно, что финансовая отчетность Enron не отражала истинного положения дел в компании".

Аналитики также категорически отрицают, что их банки или сама Enron оказывали давление, которое заставляло бы поддерживать рекомендацию "покупать". Все четверо признали, что иногда беседовали о финансовом положении Enron с сотрудниками подразделений инвестиционных банковских услуг своих банков, однако это были короткие консультации по отдельным сделкам, что не запрещено. Если верить аналитикам, то они никогда не обсуждали участия своих банков в созданных энергетической компанией партнерских структурах, на которые переписывались долги и убытки Enron.

J.P. Morgan, Lehman Brothers и CSFB зарегистрированы в качестве инвесторов LJM2, одной из самых подозрительных компаний, созданных Enron. Через различные инвестиционные группы банки вложили в LJM2 в общей сложности \$32 млн. Еще \$10 млн инвестировала финансовая компания Citigroup, подразделением которой является Salomon Smith Barney. По утверждению аналитиков, они никогда не получали внутренней информации о сотрудничестве своих банков с LJM2; получение таких данных, по их словам, нарушило бы принцип "китайской стены", предполагающий разделение функций аналитического подразделения и подразделения инвестиционных банковских услуг.

Известно, что аналитики редко советуют избавляться от акций. До того как банки стали критиковать за прозрачность "китайских стен", рекомендации "продавать" составляли лишь 2% от общего числа рекомендаций. И все же в случае с Enron оценки аналитиков порождают много вопросов. Рекомендации "покупать" и "активно покупать" кажутся по меньшей мере странными на фоне событий, произошедших с середины октября по конец ноября 2001 г. : Enron объявила об огромных убытках в III квартале,

стали известны факты манипулирования финансовыми потоками, акции Enron упали на 85% , агентства Standard & Poor's, Fitch и Moody's понизили кредитный рейтинг Enron до статуса бросового. Акции компании, бывшего фаворита фондового рынка, упали с \$84,87 (самой высокой отметки, достигнутой в 2000 г.) до \$0,4, прежде чем были исключены из листинга.³¹

Далее автором будет рассмотрен пример пула, раскрытый NASD.

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

В результате расследования компания согласилась возместить убытки и проценты своим клиентам в размере \$300 тыс., владелец и президент компании Edward J. McCune был отстранен от осуществления брокерско - дилерской деятельности на рынке ценных бумаг на 8 месяцев³².

Манипулирование информацией нередко становится фактом манипулирования на рынке США. Следующий пример был рассмотрен Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам США в рамках Административного расследования.

³¹ М. Оверченко «Покупай, не скупись»// «Ведомости», 12.03.2002 г.

³² NASD Regulation Press Release - 12-22-98.htm, www.nasd.com

5 января 2000г. Jonathan G. Lebed приобрел 18'000 акций компании Man Sang Holdings, Inc. по цене \$1 3/8 - \$2 за акцию. Объем торгов по данным акциям на 30 декабря 1999г. составил 100 акций, а цена закрытия была \$1 1/8. 5 января 2000г. в результате действий Jonathan G. Lebed объем торгов уже составлял 60'700 акций, а цена закрытия поднялась на 11/16 и составила \$1 13/16. 5 января 2000г. в 23:46 Jonathan G. Lebed поместил сообщения на Yahoo!Finance message boards, уведомляющие инвесторов о том, что компания Man Sang Holdings, Inc. является самой недооцененной в истории, и котировки ее акций в скором будущем поднимутся до \$20. 6 января 2000г. в ответ на сообщения Jonathan G. Lebed объем торгов по акциям взлетел до 1'074'900, а максимальная цена за акцию за торговую сессию составила \$4 11/16. В этот день Jonathan G. Lebed реализовал весь имеющийся у него объем акций компании Man Sang Holdings, Inc. – 18'000 акций по цене \$3 13/16 - \$4 за акцию. Его чистая прибыль составила \$34'959. В этот период компании Man Sang Holdings, Inc. не делала никаких официальных заявлений, объясняющий увеличение объема торгов и цены акций.

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

Таким образом, действия являлись преднамеренным нарушением Section 17(a) Закона 1933г. и Section 10(b) Закона 1934г. В качестве наказания Jonathan G. Lebed должен выплатить \$285'000 Казначейству США³³.

2.2 Регулирование манипулятивных сделок на развитых рынках.

Анализ нормативной базы федерального значения.

2.2.1 Международное регулирование.

Международное регулирование рынка ценных бумаг связано в первую очередь Международной организацией комиссий по ценным бумагам ИОСКО - International Organization of Securities Commissions (IOSCO). ИОСКО основана как межамериканская организация в 1974 г. В первые 10 лет своего существования ее деятельность сводилась к ежегодным конференциям. Решение о трансформации в организацию международного масштаба было принято в 1983 г., и первая ежегодная конференция, проведенная вне американского континента, состоялась в 1986 г. в Париже. Тогда же было принято решение о создании секретариата ИОСКО со штаб-квартирой в Монреале. Прошло еще несколько лет, прежде чем организация стала включать регулятивные органы всех основных стран. Например, Япония и Германия стали членами только в 1988 г. В 1995 г. членом ИОСКО стала Российская Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг³⁴. Членами ИОСКО являются регулятивные органы из 97 стран мира (речь идет об полных членах – ordinary members, в организацию также входят ассоциированные члены - associate members -регулятивные органы, выполняющие вспомогательные функции, и аффилированные члены - affiliate members -саморегулируемые организации и торговые площадки)³⁵.

³³ Administrative Proceeding, File № 3-10291, www.sec.gov

³⁴ Б.Б. Рубцов Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: ФА, 2000г., стр. 221-222

³⁵ www.iosco.org

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

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

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

Под данной резолюцией подписалось 42 страны, среди которых США, Германия, Франция, Япония, Бразилия³⁶.

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

2.2.2 Регулирование манипулятивных сделок США.

Исторически первой, наиболее жесткой и эффективной системой регулирования фондового рынка является система США. Она послужила и продолжает служить образцом при создании национальных систем регулирования в большинстве стран мира, включая Россию.

Современная система регулирования фондового рынка сложилась в США еще в 30-е годы. Именно тогда она приобрела двухуровневый характер. Первый уровень – это органы государственного регулирования, прежде всего Комиссия по ценным бумагам и биржам, а также специальные органы регулирования в штатах. Вторым уровнем представлен саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг, к числу которых в США относятся в первую очередь фондовые биржи и НАСД – Национальная ассоциация фондовых дилеров.

Вплоть до начала XX века какое-либо регулирование на рынке ценных бумаг со стороны государственных органов отсутствовало. Рынок контролировался исключительно фондовыми биржами, а само это регулирование предназначалось для поддержания честных правил игры между самими профессиональными участниками и практически никак не затрагивало инвесторов. На фондовом рынке процветала практика манипулирования ценами, которая в настоящее время повсеместно запрещена.

Первым этапом становления антиманипулятивного законодательства в США стали так называемые законы «синего неба» (“blue sky laws”)³⁷, 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

³⁶ A Resolution Concerning Transnational Securities and Futures Fraud, October 1993, www.iosco.org

³⁷ 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”).

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.,

После первой мировой войны фиктивный капитал США рос быстрыми темпами, причем в значительной степени этот рост был связан с выпуском ничем не обеспеченных акций. Кроме того, имели место чисто спекулятивные действия и махинации профессионалов, а именно: пулами (при легальном участии в них инсайдеров), инвестированием в «понзи» (ponzi), «пирамидами» (pyramid).

В конце концов бесконтрольное развитие биржевой торговли привело к краху рынка в 1929 г., повлекшего за собой массовое банкротство банков и период "Великой депрессии". Злоупотребления на рынке ценных бумаг стали тогда настолько очевидными, что президент Гувер обратился к тогдашнему главе Нью-Йоркской биржи Ричарду Уитни с просьбой устранить манипуляции на рынке и ограничить спекулятивные махинации, однако призыв был проигнорирован.

Тогда по инициативе Гувера Комитет по банкам и денежному обращению Сената учредил Комиссию по изучению причин биржевого кризиса 1929 г., которую возглавил известный прокурор из Нью-Йорка Фердинанд Пекора.

Расследование проходило 17 месяцев в 1933 г. и начале 1934 г. в течение этого периода были допрошены многие самые влиятельные фигуры Уолл-стрит : президенты банков, должностные лица биржи, основные брокеры, инвестиционные банкиры и руководители коммунальных предприятий. Когда расследование было завершено, показания заняли 12 тыс. страниц, которые составили 20 томов. Многие нарушения,

манипуляции, неэтичная практика и частые случаи обычного мошенничества были вскрыты во время следствия, которое широко освещалось в прессе.³⁸

Результатом расследования стали четыре федеральных закона: Закон о банках 1933 г., Закон о ценных бумагах 1933 г., Закон о фондовых биржах 1934 г. и Закон о холдинговых компаниях в коммунальном хозяйстве 1935 г. Закон о фондовых биржах 1934 г. впервые подчинил все биржи государственному контролю. Полномочия по проведению закона в жизнь были временно предоставлены Федеральной торговой комиссии. Позже эти функции были возложены на созданную в то же время Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC).

Таким образом, в 30-е годы была создана основа современного регулирования рынка ценных бумаг США, в том числе регулирование манипулятивных практик.

Основные положения, касающиеся регулирования манипулятивной практики фондового рынка США, изложены в Законе о ценных бумагах 1933 г. и Законе о фондовых биржах 1934 г.

Цель Закона о ценных бумагах 1933 г. заключалась в налаживании всеобъемлющего регулирования биржевых и внебиржевых рынков и в недопущении несправедливой и нечестной практики торговли на этих рынках.

Section 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.

1. Для любого лица, прямо или косвенно вовлеченного в указанные действия, является

³⁸ Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. «Фондовый рынок» -6-е издание : перевод с английского- Москва, Инфра-М, 1997 г. стр. 126

незаконным:

- ◆ 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.

2. Также незаконным признается публикация, предоставление публицити или размещение любых уведомлений, циркуляров, 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.³⁹

Общее запрещение манипулирования ценами дается также в section 10- b of Securities Exchange Act of 1934.

Для любого лица, является незаконным использование или привлечение в связи с любой ценной бумагой любых манипулятивных или обманных средств или схем с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам может предписать в качестве необходимых или соответствующих интересам публики или задачам защиты инвесторов.⁴⁰

³⁹ Securities Act of 1933/ Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law – www.law.uc.edu/

⁴² 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 – www.law.uc.edu/

Далее, практически схожее запрещение манипулятивных практик дается в Разделе 15 - с(1-2):

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.

Отдельно выделяется запрещение подобных действий в отношении муниципальных ценных бумаг (с.1.В.) и государственных ценных бумаг (с.1.С.)⁴¹

Далее автор хотел бы рассмотреть запрещения *конкретных практик манипулирования ценами*. Они находятся, в первую очередь, в Section 9 Securities Exchange Act of 1934, при этом действие отдельных 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;

⁴¹ Securities Exchange Act of 1934 Section 15 / Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law – www.law.uc.edu/

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."

Далее, в Статье а(2) следует фактическое запрещение **пулов**, основной деятельности которых является, как уже отмечалось ранее, серии сделок, создающих видимость активной торговли 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"⁴²

При этом под подобными сделками понимаются не только реальные, завершённые сделки, но и, например, выставление приказов на биржевой аукцион.

Данная норма также носит более общий характер, так как применима и в случае корнеров или иных манипулятивных стратегий, которые основаны на совершении серийных сделок.

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".⁴³

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.

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 радиокорментатору).

Статья а(6) регламентирует **стабилизацию** ценных бумаг в США, что является разрешенным видом манипуляций, но строго в пределах правил и регулятивных норм, устанавливаемых Комиссией по ценным бумагам и биржам.

В развитие Статьи а(2), запрещающей основы деятельности торговых пулов, Статьи b) и c) 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:

⁴² 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 – www.law.uc.edu/

⁴³ 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 – www.law.uc.edu/

- 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;

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."

Как видно из ниже перечисленного в США четко определены права Комиссии (SEC) по регулированию рынка срочных инструментов.

В Securities Exchange Act of отдельно рассматриваются действия профессиональных участников, влияющие на колебания рынка.

Таким образом законы 1933г. и 1934г. ввели значительные ограничения на манипулятивные практики, прежде всего на биржевом рынке, а также определили законодательные основы контроля за рынком ценных бумаг. В рамках общего контроля за состоянием рынка осуществляется контроль за манипулятивной практикой. Как уже отмечалось, ответственность 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,

Комиссия по ценным бумагам и биржам имеет следующие права в целях защиты прав инвесторов:

- ◆ проведение расследований по фактам возможного нарушения федерального законодательства по ценным бумагам (как неформальных расследований, с запрашиванием информации на добровольной основе, так и формальных расследований, с направлением официальных повесток и официальным опросом свидетелей);
- ◆ возбуждение гражданских исков в федеральных судах (судебные запреты, денежные штрафы, взыскание незаконно полученных прибылей, запрещение занимать определенные должности, замораживание активов и операций нарушителей);
- ◆ административные разбирательства в отношении профессиональных участников рынка и их должностных лиц, в т.ч. выдача обязательных для исполнения приказов о прекращении и приостановке, взыскание незаконно полученных прибылей, отзыв или приостановление регистрации, запрещение занимать определенные должности, наложение штрафов;

- ◆ высказывание официальных мнений по поводу административных разбирательств, проводимых регулятивными органами федерального уровня и штатов, а также саморегулируемыми организациями;
- ◆ содействие органам юстиции в ведении криминальных дел по поводу нарушений в области ценных бумаг.⁴⁴

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

Основными функциями Национальной ассоциации являются :

- ◆ наблюдение за рынками;
- ◆ расследование и применение мер взыскания к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, включая физических лиц, за нарушение законодательства по ценным бумагам и правил НАСД, включая применение дисциплинарных и денежных санкций;
- ◆ арбитраж по спорам, возникающим между инвесторами и профессиональными участниками рынка, а также между профессиональными участниками;

⁴⁴ About SEC/ www.sec.gov

- ◆ содействие органам юстиции в ведении криминальных дел по поводу нарушений в области ценных бумаг.

При выполнении своих надзорных функций НАСД осуществляет мониторинг трейдинга, отслеживает операции, совершенные с нарушениями требований закона. Под такими операциями понимается совершение инсайдерских сделок, манипулирование ценами и др. Процесс мониторинга должен также дать уверенность в том, что заявки клиентов вводятся в систему NASDAQ и исполняются в соответствии с правилами, отчетность о совершении сделок предоставляется своевременно, маркет-мейкеры признают свои котировки, ни одна из сторон не доминирует на рынке и не контролирует его рынок.

С развитием опционных и фьючерсных рынков усилились возможности манипулирования ценами *базовой ценной бумаги*, используя рынки срочных инструментов. В этой связи несколько саморегулируемых организаций, и НАСД в том числе, сформировали Intermarket Surveillance Group (группа по межрыночному наблюдению) с тем, чтобы создать постоянный обмен информацией и координировать усилия по выявлению кросс-рыночного манипулятивного трейдинга.

Также НАСД осуществляет автоматическое наблюдение за рынком. С этой целью используются системы автоматического контроля в рамках NASDAQ - StockWatch Automated TrackingSM (SWATSM) и Data Analysis RepositorySM (RADARSM).⁴⁵

Что касается **раскрытия информации**, то НАСД поддерживая базу данных об индивидуальных нарушениях (NASD's Central Registration Depository), доступную для регулятивных органов федерального уровня и уровня отдельных штатов.⁴⁶

Таким образом в США осуществляется контроль за манипулятивными сделками на биржевом и внебиржевом рынке. По сути можно говорить о двухуровневом контроле: на

⁴⁵ Более подробно системы автоматизированного надзора за рынком будут рассмотрены в пункте 2.3

государственном уровне - Комиссия по ценным бумагам и биржам, на негосударственном уровне - саморегулируемые организации, прежде всего НАСД, а также биржи, которые относят также к саморегулируемым организациям, и которые вырабатывают комплекс собственных мер по недопущению манипулирования. При этом регулирование, осуществляемое СРО, проходит в соответствии с правилами и требованиями Комиссии по ценным бумагам и под ее контролем, что придает целостность системе регулирования.

Факт манипулирования на американском фондовом рынке может признаваться как в судебном порядке, так и в рамках административных расследований, которые проводятся в рамках Комиссии по ценным бумагам и биржам США независимым судьей административного права, а также в рамках СРО. Административные санкции включают приостановку или аннулирование лицензии на брокерско-дилерскую деятельность, исключение из ассоциаций, а также штрафы и возвращение нелегально полученной прибыли. При судебном расследовании манипулятор, кроме всех выше перечисленных санкций, может быть также приговорен и к заключению⁴⁷.

Проанализировав двухуровневую систему США по регулированию рынка ценных бумаг автор хотел бы отметить целостность данной системы, отсутствие противоречий между различными ведомствами и большую проработанность судебной практики - качеств недостающих российской практике регулирования.

2.2.3 Регулирование манипулятивных сделок на примере Великобритании и Германии.

Регулирование рынка ценных бумаг Великобритании осуществляли исключительно сами профессиональные участники рынка. Закон о финансовых услугах 1986 г. (Financial Services Act) формально установил контроль государства над фондовым рынком, но фактически сохранил традиционную систему. В соответствии с данным законом был

⁴⁶ Securities Regulation in the United States, 3rd edition/ www.nasd.com

⁴⁷ www.sec.gov

создан специальный орган - Совет по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board), наделенный исключительными полномочиями регулирования рынка. По статусу это некоммерческая компания, участниками которой являются представители различных фирм работающих на финансовом рынке, т.е. это суперсаморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг. формально она подчиняется Казначейству (Министерству финансов), но фактически является независимым учреждением. Совет руководствуется "10 принципами и 40 основными правилами", которые дают самые общие принципы регулирования.⁴⁸

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), IMPO (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 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.

⁴⁸ Рубцов Б.Б. "Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования" М. Инфра-М, 1996 г., стр.166

Основными законами на которых основывается система регулирования, осуществляемая Советом по ценным бумагам и инвестициям являются:

1. Закон о финансовых услугах (1986 г.). Данный закон лишь косвенно касается манипулятивных практик. В соответствии с ним предусмотрена ответственность за распространение ложной или вводящей в заблуждение информации, сокрытие существенной информации. Максимальным наказанием в обоих случаях может быть тюремное заключение сроком до 7 лет или штраф в неограниченном размере (либо и то и другое)

2. Закон о компаниях (1985/1989г.). Регулирует действия компаний при поглощении. В частности, при поглощении компании часто прибегают к покупке акций поглощаемой компании за свои собственные акции. В этом случае компания-поглотитель стремится повысить котировку собственных акций на рынке. В то же время она заинтересована в том, чтобы акции поглощаемой компании имели более низкую курсовую стоимость.⁴⁹ При совершение сделки с акциями собственных компаний, руководители обязаны сообщить о сделках в письменной форме в течение двух дней. Компания, в свою очередь, представляет эти сведения в Регистрационную палату (Registrar of companies). Если компания имеет листинг на бирже, уведомление посылается также и на биржу. Те же требования распространяются на детей в возрасте до 18 лет и супругу (супруга) акционера.

Соккрытие этих сведений является уголовным преступлением, предусматривающим наказание в виде тюремного штрафа сроком до 2-х лет либо неограниченного по величине штрафа, либо и того и другого одновременно.

В Великобритании также существует ряд других регулирующих органов, а также, документов, запрещающие манипулятивные действия на фондовом рынке:

1) Британский Департамент Торговли и Промышленности, Организация по борьбе с

⁴⁹ Рубцов Б.Б. "Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования" М. Инфра-М, 1996 г., стр.168

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.

Германия.

В 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.⁵⁰

Ограничений на манипулирование ценами и инсайдерскую торговлю не существовало до 90-х годов. Ситуация изменилась после внесения соответствующих поправок в Законы об операциях с ценными бумагами и о биржевой деятельности в июле 1994 г. С начала 1995 г. на германских фондовых рынках начался быстрый рост сводного индекса деловой активности DAX, что, по мнению аналитиков, вызвано притоком международных капиталов, обусловленным законодательной защитой инвесторов от рисков, связанных с манипулированием ценами и другими нарушениями.⁵¹

В Германии контроль за торговлей ценными бумагами осуществляется тремя юрисдикциями: Комиссией по ценным бумагам (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel), биржевыми контролирующими органами, расположенными в

⁵⁰ Э.Астанин, В. Салахутдинов "Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт" Рынок ценных бумаг №6, 1999г.

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

административных единицах – Землях (Länder) и самой фондовой биржей как саморегулирующейся единицей.

В соответствии с уголовным законом, нарушение Биржевого Акта Германии (Borsegesetzen) 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).

2.3. Автоматизированные системы надзора

за рынком ценных бумаг.

Надзор за рынком ценных бумаг - совокупность организационно-технических мероприятий, направленных на своевременное выявление и пресечение нарушений законодательства о рынке ценных бумаг, нормативных актов государственных регулирующих органов, а также правил и требований иных документов организатора торговли.

Одним из основных элементов надзора за рынком надзора являются информационно-аналитические средства мониторинга рынков, которые реализуются в виде автоматизированных систем слежения за рынком.

Первые подобные системы появились в США в начале 80-х годов, а к середине 90-х подобными системами обладали практически все крупнейшие организаторы торговли на европейских и азиатских рынках капиталов. Как правило, системы мониторинга на торговых площадках создаются на основе уникальных технологий и не предназначены для тиражирования. При этом организаторы торговли не раскрывают информацию о своих системах, справедливо полагая, что раскрытие такой информации поможет потенциальным нарушителям.

Практически все автоматизированные системы слежения за рынком ценных бумаг состоят из двух функциональных частей. *Первая часть* - сигнальная система, регистрирующая необычное изменение ценовых и объемных характеристик финансовых инструментов, а также необычные изменения в поведении участников торгов в течение сессии. *Вторая часть* - информационно-аналитическая система, призванная помочь экспертам интерпретировать полученные сигналы и принять решение о начале расследования по факту манипулирования ценами или инсайдерской торговли.

Системы генерации сигналов о необычных ситуациях на торгах могут быть созданы с использованием трех основных технологий:

1. Системы регистрации простых отклонений (Rule based systems). Сигналы генерируются в тех случаях, когда рыночные параметры финансовых инструментов (цена, объем и количество сделок в единицу времени) отклоняются от своих средних или ранее зафиксированных значений на установленную величину, заданную в абсолютном или относительном исчислении. Основным недостатком таких систем является чрезвычайно высокая вероятность «ложных срабатываний», т.е. выдачи сигналов в случаях, когда не требуется какого либо вмешательства со стороны службы надзора. Таким образом использование систем регистрации простых отклонений предполагает достаточно трудоемкую работу по анализу и сортировке полученных сигналов, что снижает оперативность работы службы надзора и обуславливает необходимость содержать большой штат аналитиков. Несмотря на это, подобные системы получили широкое распространение благодаря простоте использования и возможности оперативного изменения настроек. В настоящее время системы регистрации простых отклонений являются основным инструментом подразделений надзора на Австралийской, Франкфуртской и ряде других известных фондовых бирж.⁵²

⁵² Э.Астанин, В. Салахутдинов "Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт" Рынок ценных бумаг №6, 1999г.

2. Системы, использующие принципы статистического анализа (Statistical Rule based systems). Помимо простых отклонений при генерации сигнала могут быть использованы различные методы статистического анализа. Подобные системы позволяют корректно учесть характерные внутрисуточные и сезонные ценовые колебания, а также засечь комбинированные события, т.е. случаи, когда ни один из отдельно взятых компонентов не выходит за границы обычного, но в сочетании они дают необычную картину. Примером таких событий могут быть операции группы участников, действующих на основе предварительной договоренности. Подобную систему используют специалисты службы надзора NASDAQ. Они получили название SWATs - The Stock Watch and Automated Tracking system. и Data Analysis RepositorySM (RADARSM). В рамках этих систем каждая котировка и сделка подвергаются анализу в режиме он-лайн, а также на следующий день (в настоящий момент создаются новые системы автоматического контроля). Принципы контроля - у каждой ценной бумаги, имеющей листинг в NASDAQ, - свои количественные характеристики, включая объем, ценовую колеблемость, рыночную активность. Соответственно, цены и объемы являются в значительной мере предсказуемыми, а если поведение акции не соответствует ожидаемой модели, сведения об этом передаются аналитикам NASDAQ для определения причин необычных видов активности (события, которые могли повлиять на рынок, инвесторы, которые могли бы быть особо заинтересованы в изменении цен, фирмы, которые имеют особый интерес к покупке и продаже этих акций, необъявленные корпоративные события и мнение эмитентов о необычной активности). Кроме того, база данных позволяет воссоздать временной график и последовательность каждой сделки по каждой ценной бумаге (что является исключительно важным для проведения расследований). В течение года NASDAQ-StockWatch создает примерно 7800 "сигналов тревоги", из которых следует примерно 165 официальных расследований.

3. Системы, основанные на сочетании различных методов анализа информации с применением экспертных технологий. (Complex systems) Работа подобных систем основана на решении задач классификации, моделирования и распознавания образов, а также на использовании экспертных баз знаний, позволяющих учитывать косвенные связи между событиями. Подобные системы пока не нашли широкого применения, однако известно о попытках их создания на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) и Американской фондовой бирже (AMEX)

В настоящее время действующая автоматизированная система надзора на Нью-Йоркской фондовой бирже носит название ICASS - Integrated Computer Assisted Surveillance System. Она включает в себя два основных модуля: ISIS - Intermarket Surveillance Information System - информационная система регистрирующая все сделки на важнейших фондовых рынках США, с указанием нестандартных ценовых и объемных отклонений и ASAM - Automated Search and Match – база, содержащая данные о более чем 800 000 руководителей и должностных лиц из 110 000 компаний и филиалов, включая также внешних юристов и аудиторов. В рамках ICASS информация, поступающая из двух подсистем, интегрируется для получения вероятностной оценки того, что необычное поведение финансового инструмента обусловлено инсайдерской торговлей или манипулированием ценами. В разработке системы участвовали внешние консультанты из ведущих американских университетов, среди которых были лауреаты Нобелевской премии.⁵³

Как упоминалось выше, помимо системы генерации сигналов специалисты служб надзора располагают информационно-аналитическим инструментарием, используемым для первичного анализа нестандартных ситуаций, возникших на торгах. Обычно для этих

⁵³ "ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг", Банковское дело в Москве, № 4 (40) Апрель 1998 г.

целей применяется широкий спектр средств визуализации, а также пакеты статистического анализа и различные информационные базы данных.

Одной из самых передовых систем автоматического надзора за рынком является система SMARTS (Security, Market, Automated, Research, Training & Surveillance), созданная в Австралии. Первоначально эта система использовалась как инструмент ускорения производительности работы аспирантов, сокращая утомительные задачи по обработке и организации данных. После внедрения системы время на обработку данных стало занимать всего 20% общего времени, позволяя больше уделять внимания исследовательской работе. Одним из важнейших результатов исследований, проведенных с использованием системы SMARTS стал вывод о том, что традиционные объяснения финансовых рынков, в рамках так называемой Эффективной теории рынков не в состоянии должным образом объяснить, как на самом деле функционирует рынок ценных бумаг.

С появлением доступа к данным это вопрос стал проясняться. Эта работа была начата, однако не с применения сложных математических моделей, а через простое представление богатых источников данных, которые были получены исследовательской группой на Австралийской Фондовой бирже (ASX). С введением системы торговли SEATS (Stock Exchange Automated Trading System) в октябре 1987, Австралийская биржа стала одним из первых автоматизированных национальных рынков, объединивших шесть региональных фондовых бирж.

Точность данных, получаемых из системы SEATS дало возможность полностью воспроизводить динамику рынка. В отличие от традиционной системы, когда динамика рынка должна отслеживаться в определенном физическом месте (торговом зале биржи), исследовательская группа получила возможность перенести торговлю SEATS, с ее сопутствующим отражением рыночной динамики, прямо в исследовательские кабинеты.

В 1998 SMARTS была протестирована на рынке NASDAQ. В течение испытания, которое проходило с использованием серверов DEC Alpha и Sun UNIX, SMARTS легко обработала 1800 сделок в секунду. Это было достигнуто с помощью 20 алгоритмов оповещения в файле оповещений.

Недавним новшеством стало применение двух 4GL языков (Alice и Facts), которые дают возможность программе быть полностью конфигурированной различными способами и различными пользователями.⁵⁴

Рассмотренный в этой главе зарубежный опыт регулирования манипулятивных сделок позволяет автору отметить достаточно эффективное регулирование рынка ценных бумаг. В США действует двухуровневая система регулирования, с одной стороны, это Комиссия по ценным бумагам и биржам, с другой - Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам.

В отличие от американской системы в Англии регулирование рынка ценных бумаг осуществляет специальный орган - Совет по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board), наделенный исключительными полномочиями регулирования рынка. По статусу это некоммерческая компания, участниками которой являются представители различных фирм работающих на финансовом рынке.

В 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.

Глава 3. Манипулирование на российском Рынке Ценных Бумаг

3.1 Манипулятивная практика России

⁵⁴ SMARTS - software for surveillance/ www.smarts.com

Сегодня никто из профессионалов, работающих на фондовых рынках, не сомневается в существовании проблемы манипулирования на рынке и Россия не является исключением. О масштабе проблемы свидетельствуют данные, приведенные ФКЦБ России, что до 50% сделок совершается с использованием инсайда.⁵⁵

С целью анализа практики манипулирования на рынке ценных бумаг прибегнем к практике. Ниже будут приведены примеры манипулирования, опубликованные в прессе.

Таким примером может послужить случай, произошедший 16 июня 2001 года, когда газета «Ведомости» опубликовала сообщение о том, что руководство компании "Ростелеком" подало в отставку. Эту информацию "Ведомостям" сообщил источник, раньше дававший исключительно надежные сведения. На этот раз, однако, информация оказалась ложной, и "Ростелеком" был вынужден созвать пресс-конференцию, чтобы ее опровергнуть. В отличие от американского российский фондовый рынок не так бурно реагирует на негативные новости в прессе, и к концу дня 16 июня акции "Ростелекома" даже поднялись в цене по сравнению с уровнем открытия. Однако публикация попортила нервы руководителям компании и нанесла удар по репутации "Ведомостей".⁵⁶

Слухи, которые частенько распространяются между профессиональными участниками торгов, могут привести к нестандартному поведению рынка.

Удивительные вещи происходили в четверг 12 июля 2001г. с акциями двух нефтяных компаний - "Сибнефти" и "Сургутнефтегаза". Они сначала подорожали на 30% и 10% соответственно, затем потеряли половину прироста (см. график 1). Наблюдатели связывают это с вновь запущенным на рынок слухом об объединении компаний. По оценке аналитиков, на такой волатильности кто-то заработал \$1 млн.⁵⁷

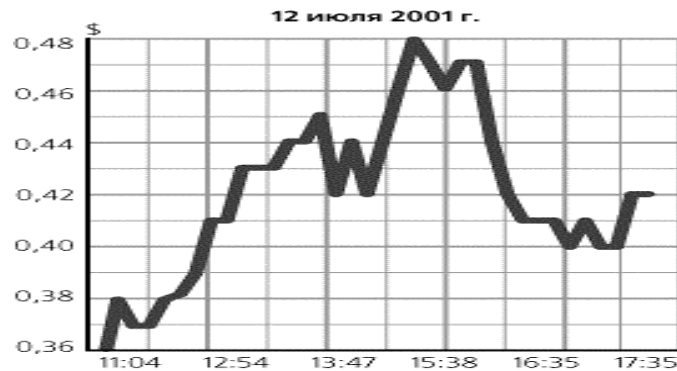
График 1.

⁵⁵ Б.Сафронов «ФКЦБ надеется на биржи», Г.: «Ведомости» от 21.09.2000 г.

⁵⁶ ⁵⁶ Б.Сафронов «Манипуляторы»// «Ведомости», от 28.08.2000г.

⁵⁷ Б. Сафронов «Русские горки на \$1 млн»// «Ведомости», от 13.07.2001 г.

КОТИРОВКИ АКЦИЙ СИБНЕФТИ В РТС



Источник: REUTERS

Слух о покупке "Сургутнефтегазом" "Сибнефти" впервые появился в 2000г. Никто просто не мог поверить, что "Сургут" не найдет достойного применения своей гигантской прибыли в 2000 г. - она превысила \$3 млрд, а значительных покупок компания не совершала.

Но за все время существования слуха о "Сибнефти" ничего подобного раньше не было. По словам брокеров, паника началась еще в 11 июля вечером, когда интернет-агентство АПН со ссылкой на неназванный источник в Кремле сообщило о готовящейся сделке, назвав даже сумму - \$3 млрд. "Многие в Лондоне бросились звонить в компании, уточнять, что к чему", - говорит представитель одной из инвестиционных компаний. С утра начался рост на российском рынке, и уже к середине дня котировки "Сибнефти" в РТС выросли на 31% до 48 центов.

Таблица 1⁵⁸

Кол-во сделок шт.	Доля в общем кол-ве сделок, %	Объем торгов, млн. шт.	Объем торгов, млн. \$	Доля в общем объеме торгов, %	Ср. взв. Цена, \$	Макс. цена, \$	Мин. цена, \$	Цена откр., \$	Цена закр., \$	Изм. Цены закр., %

⁵⁸ www.skrin.ru

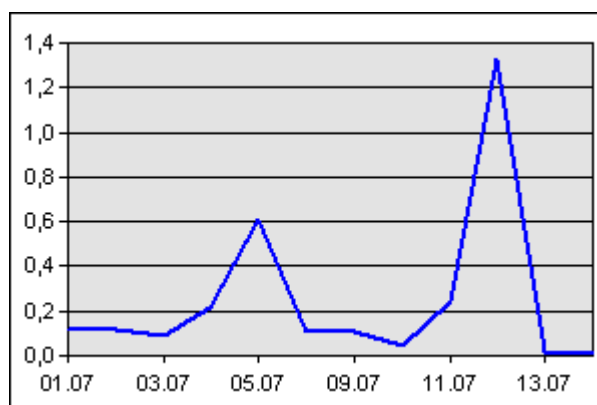
33	7,174	3,146	1,331	3,068	0,423	0,483	0,378	0,385	0,420	+14,6
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Рост акций обеих компаний можно связать с тем, что в результате предполагаемой сделки "Сургут" стал бы крупнейшей в России нефтяной компанией, а названная агентством цена на \$1 млрд превышает капитализацию "Сибнефти", т. е. ее акции были сильно недооценены.

Никакого реального подтверждения возможности такой сделки не было, но к бумагам "Сибнефти" возник огромный спекулятивный интерес. Интерес этот был всеобщим - никто из опрошенных газетой "Ведомости" участников рынка не смог выявить какую-либо группу компаний, которая могла бы согласованно манипулировать рынком. Поэтому большинство экспертов считают, что никакого заговора не было, а была обычная биржевая спекуляция.

Оборот в РТС 12 июля составил \$4 млн по "Сургуту" (+13% на пике) и \$1,3 млн по "Сибнефти" (+30%).⁵⁹ По мнению аналитиков чистый доход после комиссионных брокеру составил \$50 000 - 70 000 по "Сибнефти" и \$350 000 - 450 000 по "Сургуту".

График 2. Объем торгов «Сибнефти» на РТС, в млн. \$



Слух, как и предполагалось, не стал правдой, поэтому во второй половине дня преобладали продажи. При закрытии торгов акции "Сибнефти" стоили уже 42 цента, а рост по итогам дня составил 14,6%.

⁵⁹ Там же

Эксперты сомневаются в возможности объединения двух компаний. Так как очень трудно купить нефтяную компанию при цене на нефть выше \$20 за баррель, поэтому ни в России, ни в мире заметных слияний в этом секторе не было. Пресс-секретарь "Сибнефти" заявил, что основные акционеры компании по-прежнему контролируют 88% ее капитала и никаких сделок, которые бы уменьшили эту долю, не было и не предполагается.

В начале 2000 года в манипулировании рынком акций РАО ЕЭС и нанесении ущерба держателям акций холдинга члена советов директоров РАО "ЕЭС России" и "Газпрома" Бориса Федорова обвинила Ассоциация по защите прав миноритарных акционеров. Координатор ассоциации Сергей Карпов заявил, что, по его подозрению, "инвесткомпания UFG , совладельцем которой является Федоров, получила крупный западный заказ на скупку акций РАО ЕЭС. Поэтому, считает Карпов, для понижения курса акций РАО ЕЭС Федоров развернул негативную информационную кампанию против холдинга и его менеджеров. На это указывают и косвенные факторы: с апреля 2000 г. доля акций РАО ЕЭС в обороте рынка резко повысилась и достигла почти 90%, обороты самой UFG возросли в 3 - 4 раза, а капитализация холдинга упала в два раза, утверждает координатор. По этой причине многие акционеры потеряли значительные денежные средства.⁶⁰

В течение последних лет на рынке ходят слухи о манипуляциях котировками акций Газпрома. В середине марта 2002 года Член совета директоров Газпрома обратился к председателю ФКЦБ Игорю Костинову с просьбой расследовать ситуацию с акциями 11-12 марта. Так 12 марта акции "Газпрома" на Фондовой бирже "Санкт-Петербург", доступ к которым осуществляется через удаленные терминалы РТС, под влиянием сообщений о возможных налоговых проблемах у концерна и слухов о возможной отставке Алексея Миллера с поста главы правления ОАО, сначала подешевели на 7%, а затем, с открытием торгов 13 марта, выросли на 6%. В течение последующих трех дней акции "Газпрома" полностью отыграли падение, которое с начала недели составило 11%. Как утверждает

Б.Федоров в письме на имя И.Костикова, направленном ему 15 марта, с 11 марта и "до определенного момента 12 марта" котировки акций "Газпрома" "неуклонно снижались" до тех пор, пока не были удовлетворены четыре заявки на покупку 10 млн. акций "Газпрома" - в размере от 2,3 млн. до 2,7 млн. бумаг каждая. Сделки с этими акциями были совершены по заниженным ценам, значительно отличавшимся от средней цены покупки акций "Газпрома". Б.Федоров считает, что при совершении этих сделок могло иметь место нарушение законодательства РФ, запрещающее профучастникам манипулировать ценами на рынке, а также использовать служебную информацию при заключении сделок.⁶¹

График 3. Объем торгов «Газпрома» на «ФБ»СПБ, в млн. \$

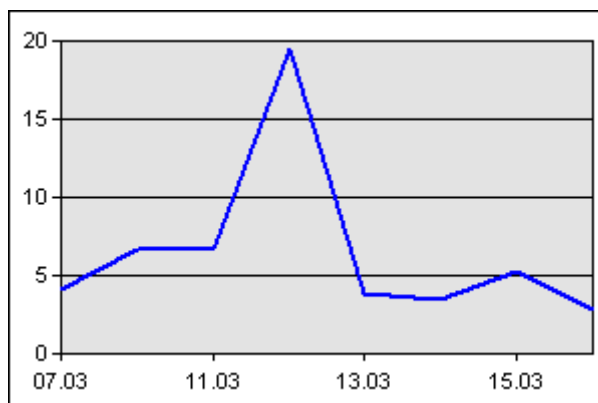
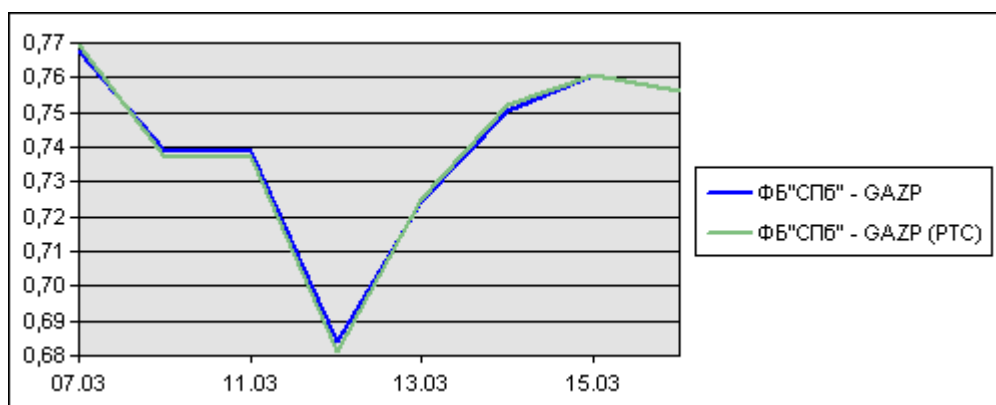


График 4. Изменение цены закрытия по акциям «Газпрома», в млн. \$

⁶⁰ М. Енуков «Это городские сумасшедшие»// «Ведомости» от 29.03.2001

⁶¹ "Интерфакс-АФИ", <http://www.interfax.com/> "Федоров просит ФКЦБ расследовать колебание курса акций Газпрома 12 марта", 115.03.2002 г.



Наряду с классическими случаями, характерными для развитых рынков, в российской практике были предприняты попытки недобросовестного извлечения прибыли при помощи неликвидного инструмента - акций Ленэнерго.

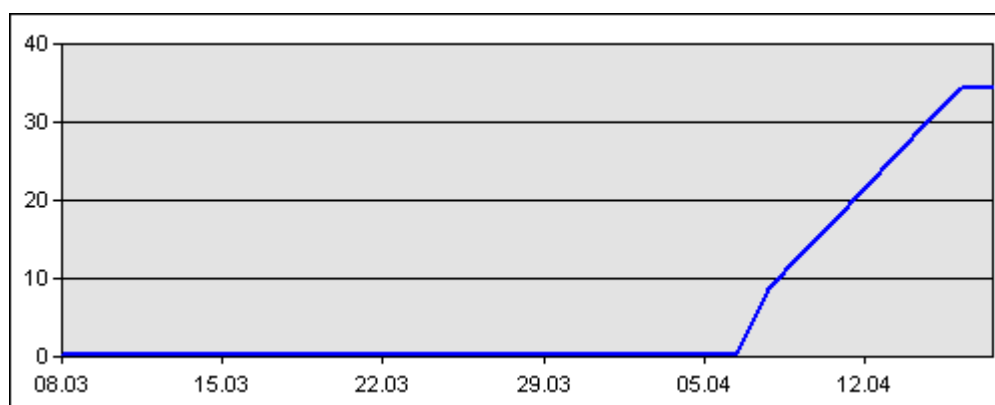
Совершение мошеннических сделок с акциями Ленэнерго в апреле 2001 года на ММВБ стало возможным из-за отсутствия установленной средневзвешенной цены на эти акции. Средневзвешенная цена на эти бумаги отсутствовала, так как акции Ленэнерго практически не торговались на бирже. При этом система биржевого контроля за торговлей через Интернет позволяла накладывать ограничения на сделки, совершенные по нерыночной цене, только если определена средневзвешенная цена по акциям эмитента.

17 апреля в ИФК "Метрополь" обратился клиент с просьбой предоставить услуги маржинальной торговли на проведение операций с "голубыми фишками". Используя Интернет-трейдинг, через шлюз ММВБ он ввел заказ на покупку акций Ленэнерго по курсу 1 тыс. руб. за акцию. Эти котировки были нерыночными, то есть в 200-250 раз выше цены, по которой торговались акции Ленэнерго на ММВБ. Технический индекс ММВБ вырос на 129 % и составил 616,08 базисных пункта.⁶² Группа мониторинга организатора торгов оперативно выявила нестандартные сделки. В результате расследования, произведенного совместно с ФКЦБ, было установлено, что некое лицо, примерно в одно время, открыло счета в трех компаниях, в том числе и в Метрополе, для совершения "нестандартных" сделок с бумагами Ленэнерго.

Таблица 2⁶³

ДАТА	КОЛ-ВО СД-К ШТ.	ДОЛЯ В ОБЩЕМ КОЛ-ВЕ СД-К %	ОБЪЕМ ТОРГОВ МЛН. ШТ.	ОБЪЕМ ТОРГОВ, МЛН. \$	ДОЛЯ В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ ТОРГОВ, %	СР. ВЗВ. ЦЕНА, \$	МАКС. ЦЕНА, \$	МИН. ЦЕНА, \$	ЦЕНА ОТКР \$	ЦЕНА ЗАКР., \$	ИЗМ. ЦЕНЫ ЗАКР., %
18.04. 2001	2	0,011	8 800	304 158	0,294	34,563	34,650	34,477	34,650	34,477	+26 791,89

График 5. Изменение цены закрытия на ММВБ, в \$



В результате 18 апреля была проведена мошенническая сделка по покупке через Метрополь акций Ленэнерго, а затем продажа этих бумаг третьей компании. Общая сумма сделок составила 4.4 млн. руб. Полученная информация свидетельствовала о том, что это была попытка присвоить предоставленные заемные средства, чтобы затем "вывести их третьей компании". ИФК "Метрополь" посредством заключения встречной сделки привела ситуацию в исходное состояние, вернув денежные средства.

После выявления мошеннической сделки с акциями Ленэнерго в программное обеспечение Интернет-трейдинга были введены изменения, благодаря которым брокер может самостоятельно вводить ограничения на совершение сделок с акциями. Таким образом, в настоящее время возможность проведения подобных операций полностью исключена.

Низкая ликвидность акций создает почву не только для мошеннических схем. Неожиданно возросшая активность по выпуску ценных бумаг может существенно

⁶² www.skrin.ru

подпортить репутацию эмитента.

В РТС 15 января 2002 года было заключено 5 крупных сделок с акциями АО "НОСТА" по цене \$3,03 за штуку на общую сумму \$25,071 млн. Всего было продано 8,3 млн. штук акций "НОСТА", что составляет около 55% акций компании. Котировки бумаг предприятия, выставяемые участниками рынка на покупку акций АО "НОСТА", повысились в результате на 100% - с \$0,25 до \$0,5 за штуку.⁶⁴

Таблица 3⁶⁵

Кол-во сделок Шт.	Доля в общем кол-ве сделок %	Объем торгов млн. шт.	Объем торгов, млн. \$	Доля в общем объеме торгов, %	Ср. взв. цена, \$	Макс. цена, \$	Мин. Цена, \$	Цена откр. \$	Цена закр., \$	Изм. Цены закр., %
5	1,377	8 284596	25 071 726	56,094	3,026	3,030	1,500	1,500	3,030	+133,08

Между тем, владельцы контрольного пакета акций АО "НОСТА" - компании Нафта-Москва, ИПГ "СибАл" и Millhouse Capital никак не прокомментировали эту сделку, отказываясь говорить как о своем возможном участии в ней, так и о последствиях сделки купли-продажи контрольного пакета акций АО "НОСТА".

Между тем, близкий к сделке источник сообщил, что во всех крупных сделках с акциями "НОСТА" в РТС участвовали только две компании. "Фактически, это были даже не сделки, а своеобразная форма взаимозачета между продавцом и покупателем", - заявил источник. "Все сделки были совершены по предварительному договору через одного брокера".

Тем не менее, существует мнение, что продажа акций предприятия в РТС может быть связана с необходимостью повышения курсовой стоимости акций АО, которые изначально были сильно занижены.

Эксперты также считают наиболее вероятным вариантом продажу акций с целью

⁶³ www.skrin.ru

⁶⁴ М.Рожкова, Б Сафронов «Носта» потрясла рынок// «Ведомости» 16.01.2002 г.

⁶⁵ www.skrin.ru

консолидации контрольного пакета у одного из нынешних владельцев - вероятнее всего, Millhouse Capital - но до настоящего нет даже неофициального подтверждения этой версии. Проведение же сделки через РТС, как считают некоторые участники российского фондового рынка, может означать желание "придать сделке дополнительный легальный статус".

Количество манипулятивных сделок, совершаемых с неликвидными ценными бумагами достаточно велико на фондовых площадках страны. Часто бывает, как и в приведенном ниже случае, что акции не торгуются вообще и в один день проходит 3 – 5 сделок на сверхвысокие объемы. Таких примеров как с АО "Носта" можно привести достаточно много. Однако, автор не ставит себе целью рассмотреть все нестандартные сделки, в том числе с неликвидными ценными бумагами, а проанализировать разные виды случаев для дальнейших выводов.

При наступлении даты выплаты дивидендов эмитенты всеми возможными способами пытаются сократить налогооблагаемую базу, пытаясь применить нестандартные операции.

Так 22 октября 2001г. акции "Сибнефти" стали лидерами роста, подорожав на 6,3% после публикации отчетности по стандартам GAAP за первое полугодие, а уже 23 октября - лидерами падения. После открытия торгов в РТС акции подешевели на 18,8% , к концу дня они подросли, но общее падение составило 10,2%. Резкое снижение капитализации "Сибнефти" сопровождалось нехарактерно большими оборотами торгов по ее акциям. За день в РТС брокеры наторговали на \$18,9 млн, из них 50% пришлось на акции "Сибнефти". Обычно доля сделок с этими бумагами не превышает 5% оборота РТС.

⁶⁶Причина - известие об обратной продаже блокирующего пакета акций "Сибнефти"

Игроков испугала очередная странная манипуляция с 27% -ным пакетом акций "Сибнефти". В декабре 2000 года компания выкупила этот пакет за \$541 млн, а в III

квартале 2001 г. продала его той же группе акционеров. Эти загадочные сделки "Сибнефть" объясняет желанием сэкономить \$25 млн. на выплате налогов по промежуточным дивидендам. А дивиденды компания решила выплатить рекордные: \$612 млн (из этой суммы на 27% акций приходится \$165 млн).⁶⁷

Участников рынка огорчило, что основные акционеры "Сибнефти", выкупившие у компании акции, получили \$165 млн, которые компания могла оставить себе, если бы продала блокпакет чуть позже. Инвесторам не нравится, когда акционеры-инсайдеры выводят из "Сибнефти" активы, выкупая акции незадолго до дивидендной даты. Смущает игроков, однако, и непрозрачность сделки по обратной продаже пакета. "Сибнефть" утверждает, что акции выкупались по рыночной цене, но, поскольку дата сделки не была объявлена, инвесторам не был известен и ее объем. По расчетам аналитиков он превысил \$600 млн, однако часть суммы была внесена не деньгами, а активами.

Постоянный рост курса на фондовом рынке компании нередко наводит аналитиков на размышления об искусственном вздутии капитализации эмитента.

Металлургический трейдер "Интерурал" не перестает удивлять инвестиционное сообщество размером своей капитализации. Согласно данным компании "АТОН" "Интерурал" входит в двадцатку самых дорогих российских компаний, обогнав Сбербанк, "Ростелеком" и "Иркутскэнерго". В "Интерурале" полагают, что \$485 млн - адекватная цена их компании. Но аналитики инвестиционных банков не верят, что уральский трейдер может столько стоить. По их мнению, "Интерурал" сам "раздувает" свою капитализацию и не позволяет чужакам играть на росте своих акций.

Компания "Интерурал" - "темная лошадка" российского фондового рынка. Хотя портфельные инвесторы с ее акциями практически не работают, эти бумаги с конца 1999 г. регулярно торгуются на ММВБ. Почти каждый день с ними заключается до 20 сделок на \$10 000 - 40 000, и капитализация компании уверенно растет. С 1 сентября прошлого года

⁶⁷ Е.Эпштейн «Удивительная «Сибнефть»// «Ведомости» 24.10.2001 г.

стоимость ее акций увеличилась более чем вдвое и уже достигла \$485 млн, в то время как индекс ММВБ за тот же период упал на 30%.⁶⁸

График 6. Изменение индекса ММВБ (28.09.00-28.09.01)

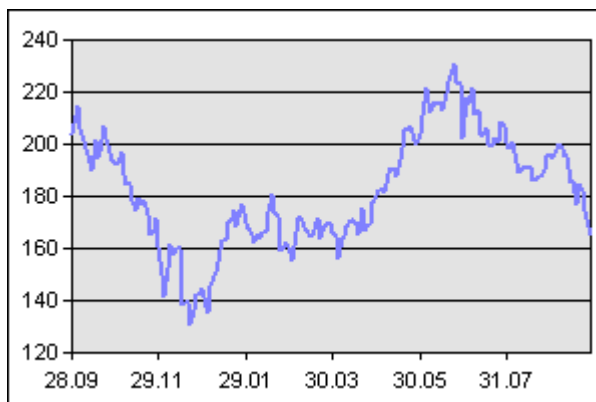
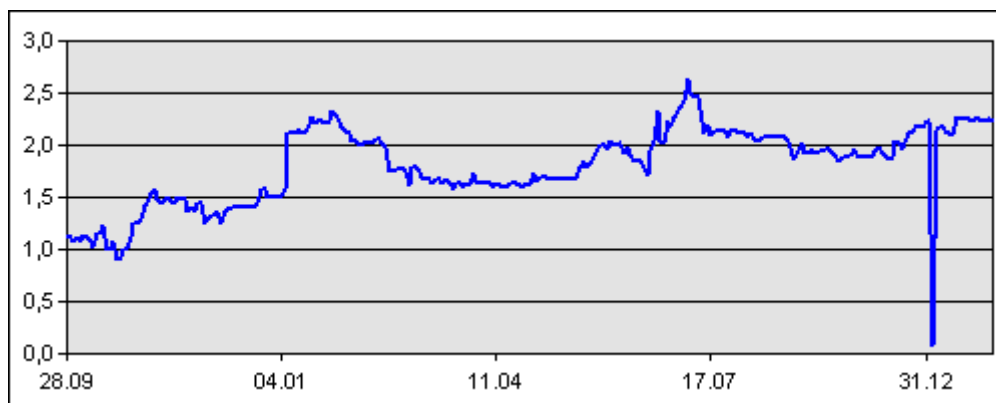


График 7. Изменение цены закрытия на ММВБ, \$ (28.09.00-25.0402)



Советско-швейцарское СП "Интерурал" было создано 9 июня 1989 г. Сама компания называет себя одним из крупнейших российских трейдеров на рынке черных и цветных металлов. Согласно информации ФКЦБ и официальных сайтов компаний "Интерурал" входит в одну группу с банком "Гранит" и одноименной страховой компанией (страхующей поставки металлов). Согласно ежеквартальным отчетам, предоставляемым в ФКЦБ, 77,955% акций "Интерурала" находятся в номинальном держании у Национального депозитарного центра и 22% акций принадлежат ООО "Продстроймаш-Н". Компании принадлежат 6% акций Нижнетагильского меткомбината.

⁶⁷ Там же

⁶⁸ Е. Эпштейн "Россия: Феномен Интерурала"// "Ведомости" 28.09.2001г.

Руководство "Интерурала" не видит ничего удивительного в том, что за 2,5 года его компания выбилась в лидеры по капитализации. Правда, не смогло назвать инвесторов, так сильно поднявших стоимость компании, и отказалось раскрыть структуру ее акционерного капитала. Проведенный газетой "Ведомости" опрос крупнейших российских брокеров ("Тройка Диалог", "АТОН", "Проспект" и др.) показал, что их клиенты не торгуют акциями "Интерурала", а аналитикам об этой компании вообще практически ничего не известно.

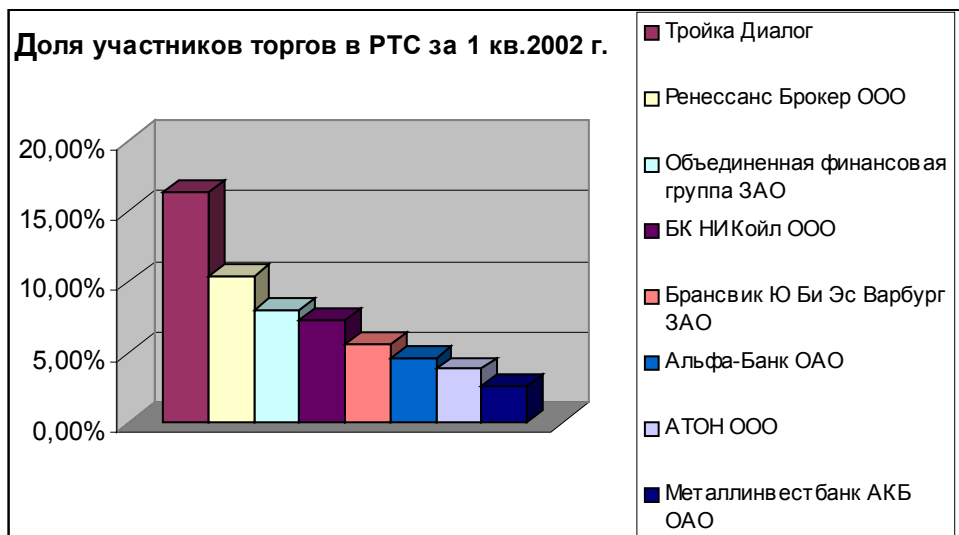
Аналитики считают капитализацию "Интерурала" дугой, ведь выручка компании в 2000 г., по данным НАУФОР, составила \$3,9 млн, а прибыль - \$0,3 млн. По мнению аналитика "АТОНа", при таких показателях рыночная капитализация не может быть \$0,5 млрд. Например, самая дорогая компания в России, "Газпром", стоит сейчас почти \$10 млрд, но и выручка у нее соответствующая - \$13,3 млрд. Заработать же на росте акций трейдера у "чужаков" не получается. В одной брокерской компании рассказали о неудачных попытках нескольких инвесторов. Как только они покупали акции "Интерурала", стоимость бумаг падала на 5% и отказывалась расти. И только после того, как они продавали бумаги, фиксируя убытки, котировки опять устремлялись вверх на 20 - 30%.

Как мы видим, примеров нестандартного поведения на российском рынке ценных бумаг, опубликованных в прессе достаточно. Однако, попытаемся самостоятельно рассмотреть данные торгов в РТС.

Проанализировав структуру участников Российской Торговой Системы, автор выявил следующее, что за 1 квартал 2002 г. на 7 участников торгов пришлось более 55% (\$2,402,097,098) объема сделок: ИК «Тройка Диалог» \$392,620,687 (16,34%), «Ренессанс Брокер» \$250,456,344 (10,43%), ООО «Объединенная финансовая группа» \$192,638,235 (8,02%), ЗАО БК «НИКойл» \$174,068,009 (7,25%), ООО «Брансвик Ю Би Эс Варбург»

\$133,042,240 (5,54%), ЗАО Альфа-Банк \$109,283,237 (4,55%), ОАО «АТОН» \$91,683,143 (3,82%).⁶⁹

Диаграмма 1

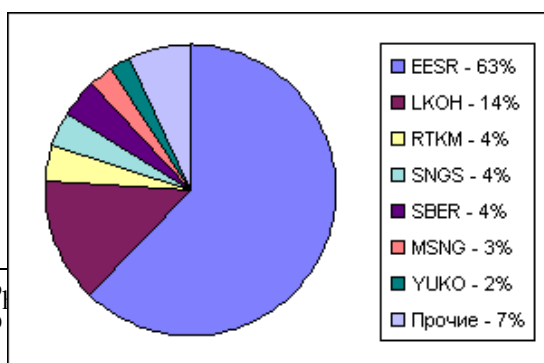


Из приведенных данных можно сделать вывод, что рынок носит олигополистический характер, что нередко приводит к манипулированию на рынке ценных бумаг.

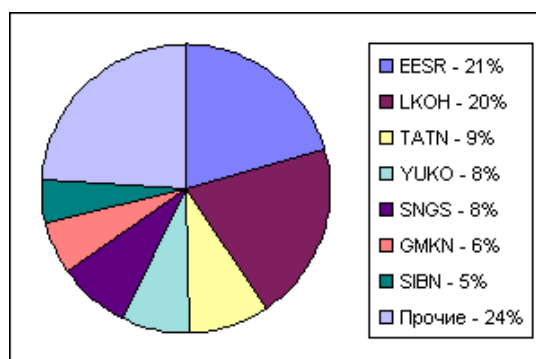
Что касается структуры сделок, то стоит отметить, что на 3 ценные бумаги приходится 50% всего оборота РТС. Если сравнивать с рынком ММВБ, то там, на 3 акции приходится 81 % торгового оборота всей биржи. Все эти факты говорят о высокой концентрации российского рынка ценных бумаг на нескольких акциях и об огромном рыночном риске, который несет наш рынок.

Структура сделок за 1 квартал 2002 г.⁷⁰

ММВБ



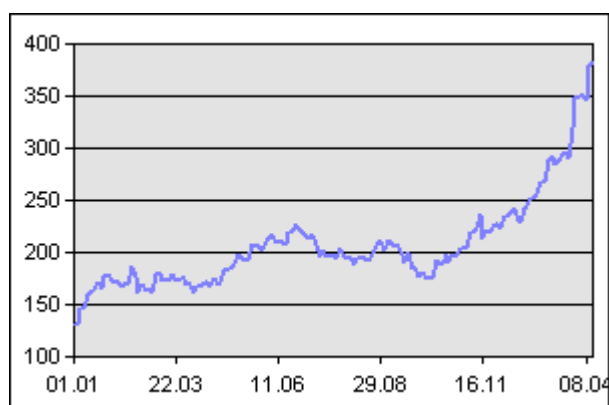
РТС



69
70

Кроме того, российский рынок может получить очередной «мыльный пузырь»: если посмотреть показатель Капитализация РЦБ (\$72 млрд.)/ВВП (\$306 млрд.) за 2001 г., то получим его на уровне 23,5 %. Для примера в 1998 г. этот показатель не превышал 20%. Дело в том, что не произошло существенного роста монетизации экономики, в то время как индекс РТС с января 2001 г. по май 2002 г. вырос с 131 до 390 пунктов.

График 8. Изменение индекса РТС (01.01.01-25.04.02)



Однако, следует отметить и положительную тенденцию – ежегодное снижение доли оборотов по акциям РАО ЕЭС. Если в первом квартале прошлого года на эти акции на ММВБ приходилось 88% торгового оборота, то в этом уже 63%. С РТС такая же ситуация: снижение с 36% до 21% соответственно. Что может говорить о преобразовании рынка в более ликвидный и справедливый.

Далее автор, помимо описанных выше случаев манипулирования, хотел бы выявить и проанализировать нестандартное поведение на фондовом рынке России.

Практически каждый день на российских площадках можно выявить нестандартные сделки. И, в основной своей массе, это сделки с неликвидными ценными бумагами, торгующимися 5 раз в месяц или вообще не торгующимися, после чего проходят 2-3 сделки с большим изменением курса ценной бумаги. В этой связи можно утверждать, что подобные сделки наносят ущерб деловой репутации биржи и приводят к

недоверию инвесторов.

Приведем пример с эмитентом ОАО "Дальневосточное морское пароходство", чьи акции торгуются в РТС. Так 26 апреля 2002 г. с акциями этого эмитента было совершено 2 сделки, изменившие цену на 93,55%. Причем за год у этого эмитента было всего 10 сделок. В данном случае не стоит говорить о манипуляции в чистом виде, просто скорее всего эмитент заключив 2 сделки пытался поднять стоимость своей компании. На мой взгляд, такие сделки в обязательном порядке должны пресекаться организатором торгов.

Таблица 4.

Дата	Кол-во сд-к шт.	Доля в общем кол-ве сд-к %	Объем торговмлн. шт.	Объем торгов, млн. \$	Доля в общем объеме торгов, %	Ср. взв. Цена, \$	Макс. цена, \$	Мин. цена, \$	Цена откр \$	Цена закр., \$	Изм. Цены закр.,%
26.04.02	2	0,554	350 000	10 500	0,034	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	+93,55

Однако, не будем останавливаться на неликвидных финансовых инструментах.

Рассмотрим акции наиболее часто торгующиеся на рынке.

Возьмем небольшой период времени: с 15 по 19 апреля 2002 г. Индекс РТС за это время изменился на 7.75% до 386.71 (358.91 на 12 апреля). Технический индекс РТС изменился на 7.98% до 425.67 (394.20 на 12 апреля).

Лидерами роста стали обыкновенные акции ОАО "Ростелеком", которые выросли на 19.34% до \$1.635, привилегированные акции ОАО "Ростелеком" – на 17.24% до \$0.85 и обыкновенные акции ОАО "ГМК "Норильский никель" – на 16.28% до \$25. Лидерами понижения, на фоне роста индекса РТС, стали обыкновенные акции ОАО "Челябинский трубопрокатный завод", снижение цены которых составило 10.26% до \$0.105, привилегированные акции ОАО "Самараэнерго" – 9.09% до \$0.02 и обыкновенные акции ОАО "Ленэнерго" – 7.45% до \$0.435.

Суммарный оборот на основном рынке РТС оказался на уровне \$123.544 млн, среднедневной оборот - \$24.709 млн. На неделе с 5 апреля по 12 апреля соответствующие показатели составили \$138.930 млн и \$27.786 млн.

Попытаемся проанализировать, с чем же связан рост по акциям «Ростелекома» на 17,24 % .

11 апреля 2002 г. состоялось годовое заседание Совета директоров ОАО «Ростелеком», на котором было решено провести годовое собрание акционеров компании 1 июня 2002 г. И назначена дата закрытия реестра акционеров – 14 апреля 2002 г. Следует отметить, что 10 и 11 апреля перед годовым заседанием акции подорожали на 9,42 % и 4,89 % соответственно, причем рост сопровождался возросшими объемами торгов (см. график 9). Затем перед закрытием реестра акции упали на 4,66%, что говорит о естественном поведении рынка.

График 9.

Объем торгов, млн.\$

(01.04.02-29.04.02)

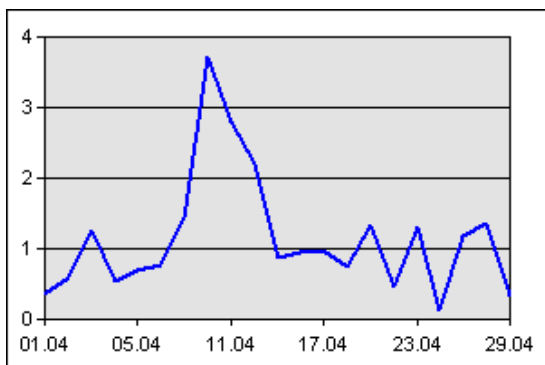
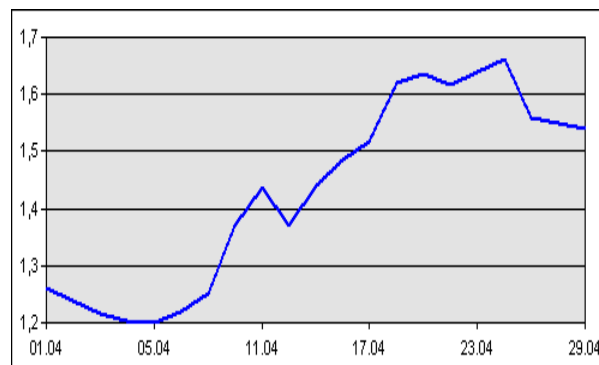


График 10.

Изменение цены закрытия, \$



С 15 по 24 апреля акции продолжили свой рост на почве опубликованных благоприятных корпоративных новостей. Чистая прибыль РОСТЕЛЕКОМА по итогам 2001 года составила около 86 млн. долларов. Владельцы привилегированных акций получают дивиденды в размере чуть менее 3.5 процентов на акцию. В 2000 году эта цифра составляла 1.5 процента на акцию. Финансовые результаты деятельности

РОСТЕЛЕКОМА оказались несколько выше прогнозов большинства аналитиков.⁷¹

В этом году "Ростелеком" планирует оказать услуг на сумму более 22 млрд. рублей, что на 15% превысит уровень 2001г.⁷²

Однако, удивительная вещь, 25 апреля инвестиционная компания "Тройка Диалог" снизила рекомендацию по акциям «Ростелекома» до "продавать" с "держат", предположив, что рыночная цена бумаг компании не отражает истинного потенциала ее роста и является переоцененной. После того, акции Ростелекома подешевели на 6,02 процента до \$1,5600.

Как уже отмечалось ранее, наш рынок носит олигополистический характер и при первом же объявлении ведущей компанией о своих выводах, рынок "несется" в ту сторону, куда укажет компания. То есть из этого всего следует, что наши олигополии могут манипулировать рынком для реализации своих интересов.

Ниже будет приведен еще один пример, в предположении того, как ведущие операторы российского рынка ценных бумаг манипулируют ценами и используют инсайдерскую информацию.

После бурного роста 4 марта 2002 г. акции "Сибнефти" на следующий же день попали в лидеры понижения, их средневзвешенная цена упала за день на 3,3% (по последней сделке - на 6,7%). Резкий скачок котировок одного эмитента на фоне низкой ликвидности его акций заставили бы любого уважающего себя западного организатора биржевой торговли или саморегулируемую организацию типа NASD начать расследование. Для российского рынка почти 30% рост котировок за час торговли, видимо, нормальное явление. "Столь стремительный рост котировок акций нефтяной

⁷¹ Н.Климчук "Чистая прибыль "Ростелекома" по итогам 2001 года составила около 86 млн. долларов"// <http://www.wps.ru>, 23.04.2002

⁷² "Ростелеком планирует в 2002 году повысить объем оказанных услуг на 15%"// <http://www.interfax.com>, 19.04.2002 г.

компании, очевидно, имеет под собой скрытые от большинства участников рынка мотивы", - комментировали ситуацию днем 4 марта аналитики.

Уже вечером пришло официальное сообщение "Сибнефти" о дополнительном размещении еврооблигаций на \$125 млн., перед которым, судя по всему, разогревался рынок. Если в понедельник многие аналитики изменили рекомендации по бумагам, вплоть до "АКТИВНО ПОКУПАТЬ", а котировки брали вершины в \$1,6 за акцию, во вторник цены скатились до \$1,39 (средневзвешенная цена - \$1,43). На следующий день некоторые аналитики (из ИК "Атон", "Тройка-Диалог" и "НИКойл") продолжали объяснять рост суперуспехами компании.⁷³ Но более трезвые головы снизили рекомендации, считая покупку акций "Сибнефти" рискованным мероприятием.

Аналитики ИА "Пролог", в частности заявили, что в текущей цене учтены все благоприятные факторы и тенденции (рост прибыли в 2002 году на 10% от уровня 2001 года, прогнозируемый рост добычи на 26% и проч.), и дальнейший рост котировок предполагает в своей основе спекулятивное движение, не основанное на фундаментальных данных либо основанное на инсайдерской информации о размере дивидендов.

Затем последовало понижение среднесрочной рекомендации с "ПОКУПАТЬ" до "ДЕРЖАТЬ", а долгосрочной - с "ВЫШЕ РЫНКА" до "ПО РЫНКУ". Инвестиционный банк Brunswick UBS Warburg повысил 4 марта рекомендацию по акциям компании "Сибнефть" до "АКТИВНО ПОКУПАТЬ" с "ПОКУПАТЬ"; также был повышен прогноз цены обыкновенных акций "Сибнефти" до \$1,90. Как известно, Brunswick выступает консультантом "ЮКОСа" по программе повышения капитализации, и результаты претворения этой программы в жизнь пока сверхуспешны. Не исключено, что к его помощи могли прибегнуть и акционеры "Сибнефти". В отношении акций "Сибнефти" настораживает отсутствие ясности о действительных намерениях основных акционеров.

Риск покупки "Сибнефти" был слишком велик. Конечно, никто не доказал, что рынок акций "Сибнефти" разогревался одними и теми же операторами в преддверии размещения еврооблигаций и, возможно, на деньги эмитента. Нет доказательств, что избранным игрокам был доступен инсайд. Доказать это в сущности дело специальных служб. Но в данном случае, как и во всех остальных, этого не произошло.

Все приведенные случаи манипулирования и данные о ходе торгов, свидетельствуют о том, что манипулирование и использование инсайдерской информации присутствует на российском рынке ценных бумаг и нередко приводит к неблагоприятным последствиям, как для инвесторов, так и для акционеров.

Далее будут рассмотрены регулирующие органы, непосредственно занимающиеся контролем и мониторингом на рынке ценных бумаг. А также их меры воздействия на нарушителей законодательства.

3.2 Государственное регулирование российского РЦБ.

В российском законодательстве достаточно мало внимания уделено проблемам манипулирования. Никто из участников рынка не припомнил хотя бы одного административного наказания за манипуляцию, не говоря уже о судебном разбирательстве по этому поводу. В Уголовном кодексе даже нет слова "манипуляция". Однако следует отметить, что в последнее время Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг предпринимаются серьезные шаги для регулирования манипуляций. Об этом свидетельствует целый ряд постановлений, введенный с целью усиления контроля за рынком (см. ниже).

Как уже отмечалось, запрещение действий, подпадающих под определение манипулирования можно найти, во-первых, в законе "О рынке ценных бумаг", во-вторых, в законе "О товарных биржах и биржевой торговле", в-третьих, в подзаконных актах -

⁷³ А.Пришвин, И.Сверчков «Болезнь дутого пузыря»// «Финансовые известия», 07.04.2002 г.

Положении ФКЦБ от 16 ноября 1998 г. №49 «О требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг», Постановлении ФКЦБ от 26 октября 2001 г. N 28 " О системе контроля организаторов торговли на рынке ценных бумаг и дополнительных требованиях к участникам торгов и эмитентам ценных бумаг", а также в новом Постановлении ФКЦБ от 4 января 2002 г. №1-пс «О требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг».

В первой главе автор уже рассмотрел определения «манипулирования» российского законодательства. Теперь разберем ответственность за манипулирование на российском рынке ценных бумаг.

В главном регулирующем документе, ФЗ «О рынке ценных бумаг», за манипулирование ценами и понуждение к покупке или продаже ценных бумаг, путем предоставления умышленно ложной информации предусматривается ответственность в виде приостановления или аннулирования разрешения. Причем факт манипулирования признается в судебном порядке.

Действующий в настоящее время Закон РФ "О товарных биржах и биржевой торговле" (абз.4 п.3 ст.36) и существующий проект Закона "О товарных биржах и биржевой торговле" (абз.7 п.3 ст.32) рассматривают воздействие на процесс ценообразования только на бирже.

Однако из существа принципа биржевого самоуправления (п.2 ст.25 Закона РФ "О товарных биржах и биржевой торговле"; ст. 13 и 50 Федерального закона "О рынке ценных бумаг") следует, что биржа вправе распространить запрет на манипулирование ценами, включая ответственность за его нарушение, и на других лиц. Проект новой редакции закона "О товарных биржах и биржевой торговле" изначально подходит к регулированию манипулирования ценами более обобщенно и не содержит каких-либо ограничений в отношении круга возможных правонарушителей: "к лицам, нарушившим настоящий Федеральный закон..., Федеральная комиссия применяет административное

взыскание в виде штрафа в случаях... нарушения установленного организатором биржевой торговли порядка контроля над процессом ценообразования" (п.3 ст.32)⁷⁴.

Как видно из выше изложенного, государственные законодательные органы не сумели организовать продуманную нормативную базу в отношении манипулятивных сделок. В сравнении с законодательными актами развитых стран наши нормативные акты не являются полными в части построения системы определений, методологической системы и системы применения мер, за нарушение законодательства.

Основной упор сделан на подзаконные акты, в частности на Постановления ФКЦБ, меры применяемые саморегулируемыми организациями, а также организаторами торговли. Именно организаторы торгов, по мнению ФКЦБ, должны стать важным звеном в регулировании российского рынка ценных бумаг.

В соответствии с Постановлении ФКЦБ России №49 «участники торгов, осуществляющие манипулирование ценами, несут ответственность в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации и нормативными актами Федеральной комиссии»⁷⁵. При этом не указано в соответствии с каким законодательством и какими нормативными актами.

Постановление ФКЦБ от 26 октября 2001 г. N 28 " О системе контроля организаторов торговли на рынке ценных бумаг и дополнительных требованиях к участникам торгов и эмитентам ценных бумаг" регулирует отношения, связанные с осуществлением организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за сделками с ценными бумагами, заключенными через организаторов торговли в течение торговой сессии, а также участниками торгов и эмитентами, ценные бумаги которых включены в котировальные листы организатора торговли.

⁷⁴ Закон РФ от 20 февраля 1992 г N 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле" (с изм и доп. от 24 июня 1992 г. 30 апреля 1993 г, 19 июня 1995 г ст.18 , <http://www.fedcom.ru>

⁷⁵ часть 8, п.2 Постановления ФКЦБ России №49 «О требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг», от 16 ноября 1998 года

Манипулированием ценами в соответствии с п.1.3. Постановления «...признается выставление заявки, совершение сделки, распространение ложной информации, создающего видимость или способствующего действительному повышению или понижению цен и (или) торговой активности на рынке ценных бумаг, которое вводит в заблуждение участников рынка ценных бумаг, инвесторов, эмитентов относительно уровня цен и (или) ликвидности рынка...» Нестандартные сделки также должны проверяться организаторами торгов на предмет использования при их совершении служебной информации. Однако возникает справедливый вопрос: каким образом организаторы торгов должны проверять сделки на использование служебной информации? В США, например, при организаторе торгов созданы специальные группы по расследованию нестандартных сделок с использованием служебной информации. В службе мониторинга NYSE работает 450 сотрудников, у нас - 5-10.

Организаторам торгов ФКЦБ обязано создать и обеспечить функционирование системы контроля за сделками с ценными бумагами, заключенными через организаторов торговли в течение торговой сессии, а также за участниками торгов и эмитентами, ценные бумаги которых включены в котировальные листы организатора торговли. Для осуществления указанного контроля организаторами торговли должны сформировать отдельные подразделения (при помощи уполномоченных сотрудников) и создать автоматизированные системы, обеспечивающие непрерывное в течение торговой сессии отслеживание организатором торговли цен, объемов и характера регистрируемых заявок и сделок в торговой системе. Кроме того, такие же терминалы устанавливаются в ФКЦБ (по ведущим торговым площадкам страны), позволяющие в режиме реального времени отслеживать операции любого брокера. В настоящий момент, по данным ФКЦБ, в ее помещениях уже установлены терминалы на которые поступает информация с ММВБ, МФБ и РТС. Идут соответствующие переговоры с СПВБ, ФБСП и Сибирской межбанковской валютной биржей (СМВБ, Новосибирск).

В данный момент для проведения системы в действие, заключаются договоры между ФКЦБ и биржами, регламентирующие режим использования Комиссией конфиденциальной информации и доступа ее сотрудников к спецтерминалам ⁷⁶.

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

Параметры критериев устанавливаются в зависимости от:

- ◆ периода торгового дня (открытия, торговли, закрытия);
- ◆ статуса ценной бумаги (допущенные к торгам, включенные в котировальный лист второго уровня, включенные в котировальный лист первого уровня).

Организатор торговли вправе в порядке настоящего Положения исключить или добавить в Таблицу критериев нестандартных сделок сочетания критериев, при которых сделки квалифицируются как нестандартные.

Таблица 5. Максимальные отклонения индикаторов сделок на рынке ценных бумаг, при одновременном превышении которых начинается расследование по подозрению в манипулировании рынком ^{77*}.

⁷⁶ П.Рушайло Фондовый рынок подключат к детектору лжи, Коммерсантъ, №36, среда, 28 февраля 2001г.

⁷⁷ П.Рушайло ФКЦБ решила не трогать инсайдеров, если они не манипулируют рынком, Коммерсантъ №73, вторник, 24 апреля 2001г.

*Данная таблица не является применяемым примером (приблизительные критерии автора), так как на практике, ссылаясь на Постановление ФКЦБ №28, организаторы торгов должны самостоятельно разрабатывать критерии и параметры нестандартного поведения, с последующей регистрацией их в ФКЦБ.

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

10.	Отклонение цены сделки от цены закрытия	3 случая на 10%	7 случаев на 7%	10 случаев на 5%
	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	15%	10%	5%
11.	Отклонение цены сделки от средневзвешенной цены	3 случая на 8%	10 случаев на 3%	15 случаев на 2%
	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	5%
12.	Отклонение цены сделки от цены открытия	5%	3%	2%
	Отклонение сводного фондового индекса	2,5%	3%	2%
	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	10%
13	Отклонение цены сделки от цены закрытия	5%	3%	2%
	Отклонение сводного фондового индекса	2,5%	3%	2%
	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	10%
14.	Отклонение цены сделки от средневзвешенной цены	5%	3%	2%
15.	Отклонение сводного фондового индекса	2,5%	3%	2%
16.	Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более	25%	15%	10%

*Все критерии применяются в отношении торговли одной ценной бумагой.

В соответствии с данным Постановлением организаторы торговли обязаны:

- ◆ выявлять в ходе торговой сессии все нестандартные сделки;
- ◆ проверять нестандартные сделки на предмет манипулирования ценами и использования служебной информации;
- ◆ проверять нестандартные сделки на предмет нарушений Правил организатора торговли;
- ◆ раскрывать в установленном порядке полученные от эмитентов или участников торгов сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих

финансово-хозяйственную деятельность эмитентов;

- ◆ контролировать соблюдение участниками торгов установленных нормативными актами Федеральной комиссии показателей и нормативов.

При выявлении нестандартной сделки подразделение контроля (уполномоченные сотрудники) организатора торговли должны осуществлять анализ возможных причин ее появления и проводить проверку такой сделки. При этом организатор торговли вправе проанализировать документы и сведения, полученные от контрагентов по нестандартной сделке, эмитента ценных бумаг и маркет-мейкеров по этой ценной бумаге.

Если в ходе проверки нестандартной сделки выявляется, что полномочий организатора торговли для установления правомерности действий сторон по сделке недостаточно либо ему оказывается противодействие в проведении проверки, организатор торговли направляет все имеющиеся материалы анализа в Федеральную комиссию.

Следует отметить, что данное постановление одно из первых, которое, во-первых, ужесточило контроль за рынком, во-вторых, делегировало организаторам торгов контрольные функции по надзору за рынком, в-третьих, позволило ФКЦБ самостоятельно автоматизировано отслеживать все сделки, а также обороты по счетам всех клиентов профессиональных участников рынка с учетом котировок ценных бумаг.

Далее автор хотел бы рассмотреть Постановление ФКЦБ от 4 января 2002 г. №1-пс «О требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг». Данным Постановлением ФКЦБ еще более ужесточает контроль за профессиональными участниками, а также за их клиентами (как юридическими, так и физическими лицами) при помощи организаторов торгов.

Организатор торговли должен получить от каждого участника торгов и осуществить учет идентификационных номеров налогоплательщика (далее - ИНН) участника торгов, а также ИНН клиентов участника торгов.

Организатор торговли должен присвоить каждому участнику торгов и всем его клиентам уникальные коды и проинформировать об этом участников торгов. Уникальный код участника торгов включает ИНН участника торгов. Уникальный код клиента участника торгов включает ИНН участника торгов и ИНН (номер бланка паспорта для физического лица, не имеющего ИНН) клиента участника торгов.

Т.е. при вступлении в силу данных пунктов Постановления (с 1 июля 2002 г.) профессиональные участники обязаны будут раскрыть своих клиентов, чего раньше не было. Также организатор торговли не в праве принимать заявки (регистрировать сделки), объявленные (совершенные) участниками торгов по поручениям клиентов, не зарегистрированных организатором торговли.

Немаловажным является и то, что организатор торговли, с вступлением в силу Постановления, обязан допустить к участию в торгах от имени участников торгов только физических лиц, имеющих квалификационный аттестат, выданный Федеральной комиссией, и уполномоченных участником торгов на объявление заявок и совершение сделок через организатора торговли.

Существенные сдвиги были сделаны и в отношении случаев остановки торгов. Если раньше, согласно Распоряжению ФКЦБ N 54-р, организаторы обязаны были это сделать, если сводный индекс на момент открытия упадет на 10% или вырастет на 14,5% по отношению к индексу закрытия предыдущего дня⁷⁸, то сейчас остановка осуществляется в следующих случаях:

- ◆ снижения сводного индекса открытия по сравнению со сводным индексом закрытия предыдущего дня более чем на 15%;
- ◆ снижения текущего сводного индекса более чем на 10% по сравнению со сводным индексом открытия текущего дня;

⁷⁸ Распоряжение ФКЦБ №54-р от 28.01.98 г. «Об условиях проведения торгов организаторами торговли на рынке ценных бумаг»

- ◆ повышения сводного индекса открытия по сравнению со сводным индексом закрытия предыдущего дня более чем на 15%;
- ◆ повышения текущего сводного индекса по сравнению со сводным индексом открытия текущего дня более чем на 10%.

Причем, торги в указанных случаях возобновляются только на основании распоряжения Федеральной комиссии.

Все эти меры говорят о положительных тенденциях, связанных, в первую очередь, с намерением ФКЦБ по достижению своей цели в построении справедливого и эффективного рынка. Однако, присутствует один большой минус - 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 манипулированию.

Далее автору хотелось бы рассмотреть меры, предпринимаемые саморегулируемыми организациями (СРО) по отношению к манипуляторам.

3.3 Методы борьбы с манипулированием СРО.

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.⁷⁹

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).

В своей работе автор будет рассматривать две СРО: НАУФОР и НФА, так как они подпадают под направление деятельности данных СРО (регулирование брокерской, дилерской и деятельности по управлению), под эгидой которых чаще всего и возникают манипулятивные случаи.

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

Само понятие «манипулирования» в данном Кодексе не рассматривается, а лишь определяется как «Манипулирование ценами с целью понуждения к покупке или продаже ценных бумаг...»⁸⁰.

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

⁷⁹ 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.) <http://www.fedcom.ru>

⁸⁰ ст.69 «Манипулирование ценами» Дисциплинарного Кодекса 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-

- 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.⁸¹

Также в рамках НАУФОР была создана Система Комплексного Раскрытия Информации (СКРИН), расположенная на сайте www.skrin.ru. Проект СКРИН был запущен в апреле 1999г. с целью создания общедоступного механизма раскрытия информации о российских предприятиях.

Сейчас система комплексного раскрытия информации – СКРИН.ру – содержит сведения более чем о 4500 российских открытых акционерных обществах; пользователями системы являются более 1200 компаний. Ежедневно СКРИН публикует 80–100 корпоративных новостей, которые размещаются на крупнейших интернет-порталах. В августе 2000г. система СКРИН была зарегистрирована как электронное СМИ.

Основным источником информации СКРИН являются сами предприятия. Кроме того, ежедневно в СКРИН поступает информация от филиалов НАУФОР, расположенных в 14 регионах России. Помощь в получении необходимых сведений оказывают члены НАУФОР.

Являясь акционером более 200 крупнейших акционерных обществ России, НАУФОР имеет возможность оперативно отслеживать корпоративные действия эмитентов и раскрывать всю не конфиденциальную информацию в СКРИН.ру

Информация, размещенная в системе, обновляется ежеквартально на основании данных ежеквартальных отчетов эмитентов эмиссионных ценных бумаг, а также сообщений о существенных фактах (событиях) и корпоративных новостей компаний.

Тесное сотрудничество с эмитентами, организаторами торговли, депозитариями и информагентствами делает возможным оперативно, доступно и удобно для пользователей

⁸¹ Дисциплинарный Кодекс саморегулируемой организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР)», утверждено решением Совета директоров НАУФОР резолюция № 98-22-

раскрывать достоверную информацию о российских предприятиях всем заинтересованным лицам.

Что касается Национальной фондовой ассоциации, то Комитетом по Правилам, основной задачей которого стала разработка различных правил и норм поведения на фондовом рынке, в ноябре 1997 г был принят «Кодекс добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке»⁸². 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.

В Приложении №1⁸³ к Кодексу делается попытка дать определение понятия манипулирования ценами, определить основные конкретные манипулятивные схемы и операции:

- манипулирование ценами, путем распространения заведомо ложной информации, вводящей в заблуждение;
- 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”);
- 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.

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>

⁸² «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>

⁸³ Приложение №1 к «Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке» «Положение об основных требованиях к профессиональному участнику на фондовом рынке»,

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

Дисциплинарное воздействие на профессиональных участников, по мнению автора, не является адекватным, т.к. представляется слишком мягким:

- 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

Подробно рассмотрев меры, предпринимаемые саморегулируемыми организациями по предотвращению манипулирования на российском рынке ценных бумаг, автору хотелось бы отметить следующее: «Кодекс добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке», разработанный НФА отличается от Дисциплинарного кодекса НАУФОР более точным определением основных конкретных манипулятивных схем и операций. Однако, большим недостатком является слабые дисциплинарные меры, применяемые к нарушителям: 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.⁸⁴

<http://www.nfa.ru/nfa/documents/standart2.htm>

⁸⁴ Приложение №2 к «Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке»: Положение «О запрете манипулирования ценами на РГЦБ», <http://www.nfa.ru/standart/manip.htm>

Во многом это связано с тем, что Кодекс добросовестного ведения бизнеса был разработан в ноябре 1997 года, с изменениями от 1998 года и 2000, и, соответственно, в большей степени отражал ту ситуацию, которая была характерна для фондового рынка в конце 1997 года.

3.4 Организация мониторинга и контроля на ММВБ.

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг сделала биржи важным звеном в системе контроля за брокерами. Об этом свидетельствует постановление ФКЦБ № 28, рассмотренное выше. Постановление предполагает эффективный способ построения комплексной системы контроля за подозрительными сделками на рынке, которой сейчас практически не существует. "Речь идет о контроле не только за сделками и эмитентами, но и за профучастниками. У бирж есть уникальная возможность контроля за участниками, которые на них работают, и не использовать это для мониторинга было бы бессмысленно", - сказал председатель ФКЦБ Игорь Костиков.⁸⁵

Была введена двухуровневая система мониторинга. На первом уровне организаторы торговли собирают и анализируют информацию о сделках и отправляют ее на второй уровень - в ФКЦБ. Там информация также анализируется на предмет возможных нарушений и, если есть признаки нарушений, передается в особое подразделение, созданное в комиссии.

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.

Перечень мер по предотвращению манипулирования ценами при проведении

торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже дает определение манипулирования следующим образом: «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), 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)»⁸⁶.

Из определения следует, что заключение кросс-сделок или объявление заявок на совершение сделок с ценными бумагами служит причиной неоправданного изменения объемов продаж ценных бумаг, а также не только манипулирование биржевой стоимостью ценной бумаги, но и рыночной стоимостью ценных бумаг.

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

⁸⁵ Б.Сафронов «ФКЦБ надеется на биржи», Г.: «Ведомости» от 21.09.2000

⁸⁶ «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>

действиях, которые могут быть признаны манипулированием ценами.

При наличии подозрения в совершении действий, которые могут быть признаны манипулированием ценами, Биржа имеет право направить Члену Секции или Членам Секции официальный запрос о причинах совершаемых ими действий. Член Секции обязан в течение 10 рабочих дней с момента получения официального запроса от Биржи представить письменное объяснение своих действий.⁸⁷

ММВБ была разработана система дисциплинарных мер, налагаемых на участников фондового рынка, если они были замечены в совершении манипулятивных сделок, которые нашли свое отражение в «Кодексе мер дисциплинарного воздействия на участников при нарушении ими правил организатора торговли, иных документов организатора торговли, законодательства Российской Федерации и нормативных актов ФКЦБ», утвержденного на заседании Биржевого Совета Московской межбанковской валютной биржи 25 декабря 2001 г.⁸⁸

В соответствии с данным Кодексом Дирекция ММВБ вправе применить к Члену Секции за одно нарушение Правил ММВБ один из следующих видов ответственности:

- официальное предупреждение;
- наложение штрафа в пользу Биржи;
- приостановка (прекращение) допуска к торгам в Секции фондового рынка;
- обращение к Биржевому Совету ММВБ с ходатайством об исключении из

Членов Секции (является исключительной мерой дисциплинарного воздействия).

Как видно, дисциплинарное воздействие на нарушителей достаточно слабое и в первую очередь это связано с законодательством; биржи достаточно ограничены в своих действиях.

⁸⁷ Там же

⁸⁸ «Кодекс мер дисциплинарного воздействия на участников торгов при нарушении ими правил организатора торгов, иных документов организатора торгов, законодательства Российской Федерации и нормативных актов Федеральной Комиссии по Рынку Ценных Бумаг», Утвержден на заседании Дирекции Московской межбанковской валютной биржи, от 25 декабря 2001 г., <http://www.micex.com>

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 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.

Сейчас система SMARTS также используется для реализации проекта ФКЦБ по контролю за нарушителями. Информация поступает из четырех источников: от членов секции, других торговых площадок, СМИ и от эмитентов, что предусмотрено договорами листинга; она анализируется, и при выявлении нестандартных ситуаций биржа запрашивает дополнительную информацию о сделках и при обнаружении нарушений

передает ее в ФКЦБ. Подобная система, на мой взгляд, может быть использована в качестве прототипа или «система мониторинга».

Заключение.

Подводя итог рассмотренной теме «Манипулятивные сделки и практика их регулирования» следует сделать следующие выводы:

Манипулирование носит негативный характер, так как нарушает равновесие на фондовом рынке, лишает участников равных возможностей при принятии решений, основанных на общих принципах раскрытия и доступности информации и приводит к

дестабилизации рынка, возникновению экономического дисбаланса, установлению искусственных цен на финансовые активы.

Существуют различные подходы к определению манипулирования. С теоретической точки зрения манипулирование представляет собой искусственный контроль за ценами, который состоит в попытке заставить инвесторов покупать ценные бумаги по курсу выше или ниже того, который был бы в том случае, если бы он формировался под воздействием рыночных сил спроса и предложения.

С юридической точки зрения манипулирование ценами является частью биржевых правонарушений, для которых биржевым законодательством устанавливается особый режим регулирования и за совершение которых предусматривается уголовная ответственность.

Определение манипулирования, его целей и видов является важным условием для построения системы регулирования и контроля за рынком.

Исторически первой, наиболее жесткой и эффективной системой регулирования фондового рынка является система США. Она послужила и продолжает служить образцом при создании национальных систем регулирования в большинстве стран мира, включая Россию. Проанализировав законодательство США, следует выделить целостность данной системы, отсутствие противоречий между различными ведомствами и большую проработанность судебной практики. Сложившаяся еще в 30-е годы, система регулирования приобрела двухуровневый характер. Первый уровень – это органы государственного регулирования, прежде всего Комиссия по ценным бумагам и биржам. Второй уровень представлен саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг, к числу которых в США относятся в первую очередь фондовые биржи и НАСД – Национальная ассоциация фондовых дилеров.

В российском законодательстве достаточно мало внимания уделено проблемам манипулирования. Никто из участников рынка не припомнил хотя бы одного

административного наказания за манипуляцию, не говоря уже о судебном разбирательстве по этому поводу. В Уголовном кодексе даже нет слова "манипуляция".

Российский рынок ценных бумаг носит олигополистический характер; на 7 участников РТС приходится 55 % объема сделок, что нередко приводит к манипулированию на рынке ценных бумаг.

Однако, следует отметить и положительную тенденцию – ежегодное снижение доли оборотов по акциям РАО ЕЭС. Если в первом квартале прошлого года на эти акции на ММВБ приходилось 88% торгового оборота, то в этом уже 63%. С РТС такая же ситуация: снижение с 36% до 21% соответственно. Эти данные свидетельствуют о начале преобразования рынка в эффективный и справедливый.

В последнее время Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг предпринимаются серьезные шаги для регулирования манипуляций. Об этом свидетельствует целый ряд постановлений, введенный с целью усиления контроля за рынком.

Примером может послужить Постановление № 28, которое, во-первых, ужесточило контроль за фондовым рынком (разработанная таблица критериев дает возможность выявить целенаправленную игру на повышение или понижение, действительно влияющую на уровень цен на рынке), во-вторых, делегировало организаторам торгов контрольные функции по надзору за рынком, в-третьих, позволило ФКЦБ самостоятельно автоматизировано отслеживать все сделки, а также обороты по счетам всех клиентов профессиональных участников рынка с учетом котировок ценных бумаг.

Подробно рассмотрев меры, предпринимаемые саморегулируемыми организациями по предотвращению манипулирования на российском рынке ценных бумаг, автору хотелось бы отметить следующее: «Кодекс добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке», разработанный НФА отличается от Дисциплинарного кодекса НАУФОР более точным определением основных конкретных манипулятивных схем и операций. Однако,

большим недостатком является слабые дисциплинарные меры, применяемые к нарушителям: 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. Максимальный штраф, установленный НАУФОР составляет всего 500 МРОТ (за повторное нарушение 1000 МРОТ), что для манипулятора не является существенным.

В рамках НАУФОР была создана Система Комплексного Раскрытия Информации (СКРИН), с целью общедоступного механизма раскрытия информации о российских предприятиях. Тесное сотрудничество с эмитентами, организаторами торговли, депозитариями и информагентствами делает возможным оперативно, доступно и удобно для пользователей раскрывать достоверную информацию о российских предприятиях всем заинтересованным лицам.

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.

На ММВБ с 1997 года работает система автоматического надзора за рынком SMARTS, отслеживающая сделки на предмет манипулирования. Имеющиеся к настоящему времени результаты эксплуатации позволяют сделать вывод об эффективности данной системы.

SMARTS также используется ФКЦБ для контроля за нарушителями. Информация поступает из четырех источников: от членов секции, других торговых площадок, СМИ и от эмитентов, что предусмотрено договорами листинга; она анализируется, и при

выявлении нестандартных ситуаций биржа запрашивает дополнительную информацию о сделках и при обнаружении нарушений передает ее в ФКЦБ.

Рассмотренные проблемы российского рынка ценных бумаг позволяют автору внести следующие предложения:

- 1) Законодательно построить систему определений нарушений на рынке ценных бумаг и прописать понятие «манипулирование». Закон «О Рынке ценных бумаг» дает достаточно расплывчатое определение;

Автор предлагает собственное определение: «Манипулирование представляет собой действия участника (участников) рынка ценных бумаг, направленные на установление искусственного контроля за ценами путем распространения ложной информации об эмитенте, ценной бумаге или о состоянии рынка; заключения большого количества сделок по ценам, существенно отличным от рыночной цены предыдущего дня; неоправданного повышения (понижения) цен с последующей продажей (скупкой) ценных бумаг; сосредоточения большого количества акций одного эмитента в одной или группе компаний с целью продажи по завышенной цене; выставления значительного числа заявок при открытии/закрытии биржи, с целью искусственного движения цен; заключения сделок, при которых не происходит смены собственника;

- 2) Законодательно установить меры за манипулирование, предусматривающие штрафы, возвращение незаконно полученной прибыли, а также уголовную ответственность. Сейчас за совершение данных действий профессиональным участником рынка ценных бумаг предусматривается ответственность в виде приостановления или аннулирования разрешения.
- 3) Внести в Административный и Уголовный кодексы статьи по определению ответственности за манипулирование на российском рынке ценных бумаг;

- 4) Создать при Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и при организаторах торгов специальный комитет (подразделение) по надзору за правонарушениями на рынке ценных бумаг,
- 5) На примере США признавать факт манипулирования, в рамках административных расследований, которые должны проводиться в рамках ФКЦБ и организаторах торгов. При судебном расследовании привлекать манипулятора к уголовной ответственности;
- 6) На примере ММВБ, в обязательном порядке, создать у всех организаторов торгов автоматизированные системы по надзору за рынком;

Также следует обратить внимание на такой момент, что мониторинг и контроль на биржах должен распространяться и на срочный рынок, иначе можно манипулировать "обычным" рынком, проигрывая на нем и с лихвой компенсируя потери на срочном.

В заключении хотелось бы отметить, что изложенные в работе факты не оставляют сомнения в важности решения проблемы манипулирования. Это решение должно осуществляться на трех уровнях: нормативно-правовом, организационном и техническом. Отсутствие законодательной базы по этому вопросу не может устраивать участников фондового рынка. С одной стороны, это порождает безнаказанность и дает возможность делать на наших рынках все, что угодно, а с другой - создает опасность появления беспочвенных обвинений в манипулировании законопослушных операторов рынка.

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. Постановление №49 ФКЦБ России от 16 ноября 1998г. «Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг», <http://www.fedcom.ru>
4. Постановлении ФКЦБ от 26 октября 2001 г. N 28 " О системе контроля организаторов торговли на рынке ценных бумаг и дополнительных требованиях к участникам торгов и эмитентам ценных бумаг", система ГАРАНТ
5. Постановлении ФКЦБ от 4 января 2002 г. №1-пс «О требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг», система ГАРАНТ
6. Распоряжение ФКЦБ России №54-р от 28.01.98 г. «Об условиях проведения торгов организаторами торговли на рынке ценных бумаг», <http://www.fedcom.ru>
7. 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).
8. «Правила проведения торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже», Утверждено на заседании Биржевого Совета Московской Межбанковской Валютной Биржи, Протокол № 13 от 2 ноября 2001 г., <http://www.micex.com>
9. «Перечень мер по предотвращению манипулирования ценами при проведении торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже», Утвержден на заседании Биржевого Совета Московской Межбанковской Валютной Биржи Протокол № 118 от 28 декабря 1999 г., <http://www.micex.com>

10. «Порядок проведения проверок нестандартных сделок, совершенных в секции фондового рынка Московской Межбанковской Валютной Биржи», Утвержден на заседании Дирекции Московской межбанковской валютной биржи, Протокол №118 от 28 декабря 2001 г., <http://www.micex.com>
11. «Регламент мониторинга и контроля за сделками с ценными бумагами, участниками торгов и эмитентами (секция фондового рынка Московской межбанковской валютной биржи)», Утвержден на заседании Дирекции Московской межбанковской валютной биржи, Протокол №118 от 28 декабря 2001 г., <http://www.micex.com>
12. «Кодекс мер дисциплинарного воздействия на участников торгов при нарушении ими правил организатора торгов, иных документов организатора торгов, законодательства Российской Федерации и нормативных актов Федеральной Комиссии по Рынку Ценных Бумаг», Утвержден на заседании Дирекции Московской межбанковской валютной биржи, от 25 декабря 2001 г., <http://www.micex.com>
13. «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>
14. 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>
15. Приложение №2 к «Кодексу добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке»: Положение «О запрете манипулирования ценами на РГЦБ», <http://www.nfa.ru/standart/manip.htm>
16. 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>

17. 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>
18. Карельский В.Ф., Гаврилов Р.В. "Толковый биржевой словарь", стр. 182
19. Б. Рубцов «Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития».- М.: ФА, 2000.
20. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок.- 6-е изд.: Пер. с англ.- М.: ИНФРА-М, 2000.-VIII+648 с.
21. Миркин Я.М., Раздаточные материалы к лекциям по дисциплине «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг» ", раздел Брокерская деятельность. Запрещенные торговые практики".
22. Э. Астанин, В. Салахутдинов «ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг»// «Банковское дело в Москве».-1998.-апрель, №4(40).
23. Э. Астанин, В. Салахутдинов «Современные информационные технологии для инвесторов рынка ценных бумаг»// «Рынок ценных бумаг».-2000.№22
24. Грег Ип., Грегори Цукерман «За американские облигации недоплатили \$1 млрд.»// «Ведомости», 22.02.2002 г.
25. Енуков М. «Это городские сумасшедшие»// «Ведомсти» от 29.03.2001
25. Климчук Н. “ Чистая прибыль “Ростелекома” по итогам 2001 года составила около 86 млн. долларов”// <http://www.wps.ru>, 23.04.2002
26. Я. Миркин, С. Лосев «Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи»// «Рынок ценных бумаг».-2000.-№22.
27. Оверченко М. «Покупай, не скупись»// «Ведомости", 12.03.2002 г.
28. Рожкова М., Сафронов Б. «Носта» потрясла рынок// «Ведомости» 16.01.2002 г.

29. Рушайло П. Фондовый рынок подключат к детектору лжи, Коммерсантъ, №36, среда, 28 февраля 2001г.
30. Рушайло П.ФКЦБ решила не трогать инсайдеров, если они не манипулируют рынком, Коммерсантъ №73, вторник, 24 апреля 2001г.
31. “Ростелеком планирует в 2002 году повысить объем оказанных услуг на 15%”// <http://www.interfax.com>, 19.04.2002 г.
32. Сафронов Б. «ФКЦБ надеется на биржи», Г.: «Ведомости» от 21.09.2000 г.
33. Сафронов Б. «Русские горки на \$1 млн»// «Ведомости», от 13.07.2001 г.
34. Сафронов Б. «Манипуляторы»// «Ведомости», от 28.08.2000г.
35. О. Сухова "Организация рынка ценных бумаг США"// Рынок ценных бумаг.-1998.-№2.
36. В. Татьянников «Большая стирка. Манипулирование ценами весьма распространено на фондовом рынке»// «Эксперт» - Урал.-2000.-ноябрь, №11.
37. О. Уваров, Л. Фомина «Мошенничество, манипуляции и другие правонарушения с ценными бумагами»// «Рынок ценных бумаг».-1999.-№16.
38. “Федоров просит ФКЦБ расследовать колебание курса акций Газпрома 12 марта”, 115.03.2002 г. "Интерфакс-АФИ", <http://www.interfax.com>
39. Шеленкова Н.Б. Биржевые правонарушения «Законодательство» 1998 г. №2-3
40. Эпштейн Е. «Удивительная «Сибнефть»»// «Ведомости» 24.10.2001 г.
41. Эпштейн Е. “Россия: Феномен Интерурала”// “Ведомости” 28.09.2001г
42. «Сес допросила трейдеров, торговавших перед терактами контрактами на акции компании США»// «Интерфакс», 19.09.2001г.
43. Новости / <http://www.rts.ru>
44. Итоги проведения торгов / www.skrin.ru

Иностранные источники.

45. 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>

46. 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>
47. Commodity Future Trading Commission, “Commodity Exchange Act”, <http://liiwarwick.warwick.ac.uk/uscode/7/ch1.html>
48. Black’s Law Dictionary, 6th edit. St.Paul, Minn. West Publishing Co., 1990
49. Ballentine’s Law Dictionary, 3rd edit. Rochester, N.Y. The Lawyers Co-operative Publishing Company, 1969
50. Administrative Proceeding, File № 3-10291/ www.sec.gov (сайт Комиссии по рынку ценных бумаг и биржам США);
51. Enforcement Division Summary “Possible violations of securities law”, <http://www.sec.gov>
52. Internet Fraud: How to Avoid Internet Investment Scams”// <http://www.sec.gov/investor/pubs/cyberfraud.htm>
53. «Internet-Related Stock Fraud Cases Increasing SEC», <http://www.newsbytes.com/news/00/157796.html>
54. Internet Fraud Complaint Center, <http://www.ifccfbi.gov/>
55. “NASD Regulation “Rule 3350 -- Aggregation Units”, <http://www.nasdr.com>
56. NASD Regulation Press Release - 12-22-98.htm, www.nasd.com (сайт Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам США);