

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Кафедра “Ценных бумаг и биржевого дела”

“Допустить к защите”

Зав. кафедрой “Ценных бумаг
и биржевого дела”

Проф. Миркин Я.М.

“ ____ ” _____ 2000 г.

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

на тему:

МАНИПУЛЯТИВНЫЕ СДЕЛКИ И ПРАКТИКА ИХ

РЕГУЛИРОВАНИЯ

Специальность: “**Финансы и кредит**”

Магистранта

Специализация: “**Ценные бумаги**

Саурина А.Д.

и биржевое дело”

Научный руководитель:

доцент, к.э.н. Ческидов Б.М.

Москва, 2000 год

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
I. Понятие и виды манипулятивных сделок	5
1.1. Глоссарии и словари	5
1.2. Цели и виды манипулирования	7
1.2.1. Цели манипулирования	7
1.2.2. Виды манипулирования	9
1.3. Манипулирование, осуществляемое на первичном рынке	12
1.4. Манипулирование на вторичном рынке	15
II. Манипулятивная практика	23
2.1. США	23
2.2. Россия	27
III. Регулирование манипулятивной практики в Германии и США	44
3.1. Общие запрещения манипулирования ценами (совместно с запрещением обманных действий на фондовом рынке)	45
3.2. Запрещения конкретных практик манипулирования ценами	48
3.3. Стабилизации цен в период первичного размещения и ее регулирование	54
3.4. Запрещение отдельных операций с ценными бумагами в период их первичного размещения	57
3.5. Контроль за манипулятивной практикой и ответственность участников рынка	59
Заключение	64
Список литературы	67
Приложения	68

ВВЕДЕНИЕ

Сегодня никто из профессионалов, работающих на фондовых рынках, не сомневается в существовании проблемы манипулирования на рынке. Более того, в подавляющем большинстве стран, где фондовый рынок существует уже много лет, это явление хорошо изучено, законодательно определено и регулируется специальными нормативными актами. В США, в частности, созданы и успешно функционируют системы автоматического контроля, анализирующие буквально каждую котировку и сделку в режиме он-лайн. Это позволяет отслеживать сделки, не соответствующие ожидаемой модели, для того, чтобы после более тщательного анализа дать окончательное заключение, является ли данная сделка манипулятивной или же есть какие-либо объективные причины для необычного вида активности по данным ценным бумагам.

В том, что явление манипулирования существует и на российском фондовом рынке, нет никакого сомнения. Однако в нашей стране фондовый рынок появился сравнительно недавно и в настоящее время только проходит стадию становления, поэтому в законодательном плане ситуация в России совершенно иная. Проблема манипулирования лишь обозначена в законе “О рынке ценных бумаг”, но суть ее не расшифровывается ни в этом законе, ни в каких-то других нормативных актах, также как и отсутствует пока единственное, общепринятое определение. Можно лишь строить предположения о том, какой процент сделок на нашем фондовом рынке носит манипулятивный характер, но то, что отсутствие законодательной базы в значительной мере этому способствует, не подлежит ни малейшему сомнению.

В данной работе мы попытались: а) систематизировать уже известные из мировой практики определения и понятия, связанные с манипулированием ценами и проведением манипулятивных стратегий на фондовом рынке, б) рассмотреть известные случаи манипуляции, описанные в литературе, в) на основе информации из доступных и открытых источников проанализировать ситуацию на российском фондовом рынке и

постараться выявить случаи манипуляции, имеющие место в настоящее время, г) изложить основные принципы законодательного регулирования явления манипулирования в других странах, где эта проблема успешно решается. Актуальность такого исследования мы связываем как раз с тем, что несовершенство или полное отсутствие законов, пресекающих манипулирование, отравляет жизнь участникам фондового рынка и отпугивает потенциальных инвесторов. Такие факторы, как невысокая ликвидность и слабое “здоровье” российского фондового рынка, ситуация, когда один участник оперирует крупными объемами, что позволяет его действиям влиять на ценообразование, является не исключением, а каждодневной практикой работы российского рынка, отнюдь не способствуют процветанию и развитию этого самого рынка. Мы полагаем, что данная работа позволит, во-первых, привлечь внимание к этой проблеме, оценить степень ее серьезности и, во-вторых, наглядно продемонстрировать, насколько назрела необходимость адекватного законодательного регулирования манипулятивной практики в России.

I. ПОНЯТИЕ И ВИДЫ МАНИПУЛЯТИВНЫХ СДЕЛОК

1.1. Глоссарии и словари.

Рыночное манипулирование - это 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”. Данная практика является манипулятивной в соответствии с Section 10(b), Securities Exchange Act of 1934.

Манипулирование - действие любого участника или группы участника, ведущее к целенаправленному изменению курсовой цены фондового инструмента (в том числе расчетной цены дня) по отношению к нормальной (адекватной) ее величине.

Манипулирование - операция по покупке или продаже ценной бумаги с целью произвести ложное или вводящее в заблуждение впечатление активной торговли или для того, чтобы поднять или снизить цену, или склонить кого-либо к покупке или продаже.

Манипулирование - это прямое или косвенное воздействие, оказываемое участниками рынка ценных бумаг на цену и (или) ликвидность финансового инструмента с целью получения необоснованной выгоды.

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.

Манипулирование ценами (price manipulation) - серии сделок, включающие покупку и продажу ценной бумаги с целью создания фальшивой или вводящей в заблуждение видимости активной торговли или с целью поднять или понизить цену с тем, чтобы побудить других участников рынка к покупке или продаже ценной бумаги. См. также **мокрая продажа**.

Манипулирование ценами – искусственный контроль за ценами или их стабилизация на основе пуловых (см. ниже) соглашений или иных совместных предпринимательских действий.

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.

Спаренный ордер, спаренный приказ (matched order) – введенный приказ на покупку (или продажу), которому соответствует введенный (или долженствующий быть введенным в будущем) приказ на продажу (или покупку), который имеет в существенной степени тот же самый размер, введен в существенно то же самое время и в существенной степени по той же самой цене.

Стабилизация (stabilization) – разновидность манипулирования на рынке, посредством которого, в течение ограниченного периода времени, андеррайтинговый синдикат поддерживает курс распространяемой публично ценной бумаги.

Пул (pool) – комбинация людей или компаний, вовлеченных в один и тот же бизнес или в одни и те же спекулятивные действия, при которой все участники осуществляют вложения в общий фонд, или размещают данные акции или другие ценные бумаги в руках или под контролем управляющего участника или управляющего комитета. Указанные действия осуществляются с целью прекращения конкуренции между членами пула, установления монополии или контроля за ценами, повышения или понижения курсов на рынке ценных бумаг на основе того веса и возможности действовать, которые дает

объединенный капитал участников пула. Результатом пула должно стать распределение прибыли между участниками пула на равной или пропорциональной основе.

Паркинг (parking) – продажа ценных бумаг по договоренности или соглашению о том, что ценные бумаги будут выкуплены позже обратно по цене, которая оставляет экономический риск на продавце. Паркинг может использоваться как манипулятивное средство для создания ложной видимости активной торговли теми акциями, которые являются объектами манипулирования.

“Верховая езда без оглядки” (free riding) – практика, когда ценные бумаги покупаются 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.

1.2. Цели и виды манипулирования.

1.2.1. Цели манипулирования.

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

а) первая заключается в повышении курса ценной бумаги, которую манипулятор потом продает инвестору. Это наиболее распространенный способ манипулирования.

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

в) третья цель может заключаться в понижении цен; подобное манипулирование встречается довольно редко, исключение составляет деятельность так называемых

медведей, стремящихся извлечь прибыль путем совершения продаж без покрытия.

Кроме вышеуказанных, можно выделить и другие ситуации, в которых возникает стремление к манипулированию ценами, а именно: а) собственник владеет крупным блоком акций и желает “сбросить его” по более высоким ценам; б) андеррайтер, выкупивший – при неполном первичном размещении, - нереализованную часть акций и желающий сбыть их; в) залогодатель, стремящийся повысить оценку заложенного имущества в форме ценных бумаг; г) заинтересованное в компании лицо, стремящееся воздействовать на успех или неуспех тендерного предложения; д) собственник 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).

1.2.2. Виды манипулирования.

Манипулирование довольно трудно классифицировать, поскольку существует много его форм и методов воздействия на цены. Вместе с тем выделяются следующие разновидности манипулирования: **запрещенные практики; стабилизации** (на первичном рынке) и **“мокрые продажи”** (wash sales), в т.ч. на основе **спаренных ордеров** (matched orders); **корнер**, **“угол”** (corner); **пул** (pool); **манипулирование, осуществляемое одним лицом; прочие методы** (на вторичном рынке):

Остановимся более подробно на манипулировании, характерном для России, когда профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие брокерскую деятельность, в том числе совмещающие эту деятельность с дилерской деятельностью, при исполнении поручений обслуживаемых ими инвесторов совершают действия, которые при несоблюдении определенных условий могут быть квалифицированы как нарушения законодательства и иных нормативных актов о рынке ценных бумаг.

При совершении через организаторов торговли ценными бумагами сделок за счет и

по поручению инвесторов имеет место совершение следующих операций:

1) 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 этих ценных бумаг за счет и по поручению инвестора, а также продажа брокером, по ценам, значительно отличающимся от рыночных, принадлежащих ему на праве собственности ценных бумаг инвестору, который дал данному брокеру поручение о покупке ценных бумаг за счет и по поручению этого инвестора. При совершении указанных операций при 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. В соответствии со ст. 3 ФЗ “О рынке ценных бумаг” требуется уведомление инвестора – клиента о наличии у брокера интереса, препятствующего осуществлению поручения клиента на наиболее выгодных для клиента условиях;

2) при совершении брокером собственных операций при наличии встречных поручений обслуживаемых им инвесторов на покупку/продажу ценных бумаг (покупка брокером от своего имени и за свой счет принадлежащих инвестору ценных бумаг, в отношении которых данному брокеру было дано поручение о продаже этих ценных бумаг за счет и по поручению инвестора, и последующая продажа брокером от своего имени и за свой счет другому инвестору данного брокера. Указанное относится и к совершению подобных сделок в обратном направлении). При наличии в заявках, выставяемых брокерами за счет и по поручению инвестора “пересекающихся” цен (то есть, если цена покупки в заявке инвестора 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 инвесторов. При этом цены, по которым брокеры вводят заявки на приобретение или покупку ценных бумаг от своего

имени и за свой счет, находились: при покупке – ближе к наилучшей цене покупки, а при продаже – ближе к наилучшей цене продажи. При относительно широком спреде это не является наилучшим условием для клиента, совершающего противоположную по направлению операцию. Изложенное дает основание полагать, что при совершении указанных операций также не соблюдается условие, указанное в п. 1.1. об исполнении поручений инвесторов-клиентов на наиболее выгодных условиях. Кроме того, брокерами, совмещающими данный вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг с дилерской деятельностью, нарушается принцип приоритета совершения брокерских поручений перед совершением собственных операций, установленный ст. 3 ФЗ “О рынке ценных бумаг”.

Недопустимыми являются сделки, не отвечающие требованиям законодательства, в которых обеими сторонами по сделке выступает профессиональный участник рынка ценных бумаг, действующий от своего имени и за свой счет как в качестве продавца, так и в качестве покупателя. Указанное относится также к сделкам инвестора, который обслуживается профессиональным участником рынка ценных бумаг, осуществляющим брокерскую деятельность. Указанные действия не порождают гражданских прав и обязанностей и не должны влечь правовых последствий. Кроме того, такого рода операции могут рассматриваться как манипулирование ценами, поскольку могут, в частности, иметь целью изменение рыночных цен в свою пользу или с целью извлечения другой выгоды.

Пункт 3 ст. 51 ФЗ “О рынке ценных бумаг” гласит:

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.

Совершение указанных действий профессиональными участниками рынка ценных

бумаг является основанием для приостановления или аннулирования выданной им соответствующей лицензии, а также иных санкций, предусмотренных для членов саморегулируемых организаций.

1.3. Манипулирование, осуществляемое на первичном рынке.

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).

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, обосновывающая необходимость манипулирования на вторичном рынке (регулируемой стабилизации цен) в ходе первичного размещения ценных бумаг. Принята в США. Основные доводы:

В том случае, если первичное размещение ценных бумаг базируется на фиксированных ценах (т.е. не определяемых рынком ценах) и твердых обязательствах андеррайтеров по выкупу эмиссии (например, США), возникает закономерная потребность в одновременном поддержании курса данной ценной бумаги на вторичном рынке. Когда первичное размещение осуществляется по рыночным, ежедневно

складывающимся ценам, то такой потребности не возникает (и на первичном, и на вторичном рынках цены определяются только рыночными силами).

Соответственно, в отношении первичных размещений, осуществляемых по фиксированным 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 массированные продажи могут дестабилизировать рынок, искусственно понизить курс бумаги, подорвать саму возможность первичного размещения по фиксированным ценам, под твердые обязательства.

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

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

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

Стабилизация. Является **разрешенным видом манипулирования** при соблюдении установленных законодательных норм.

Цель стабилизации – **фиксация** 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. 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). В любом случае при успешной стабилизации **цены оказываются манипулированными – установленными выше уровня, на котором бы они сложились при действии естественных рыночных сил.**

В качестве разрешенного метода манипулирование может использоваться только в строго ограниченных, разрешенных случаях (*см. пункт 3.1.4*).

Техника стабилизации – а) стабилизацией занимается менеджер синдиката в интересах членов синдиката, б) право менеджера и его обязанности в этом отношении закрепляются в синдикационном соглашении, в) количество ценных бумаг, используемых для стабилизации, может определяться как процент к величине эмиссии, г) размещение у специалистов на (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, д) на внебиржевых рынках подобные приказы на покупку размещаются у дилеров, поддерживающих достаточный объем операций с данной ценной бумагой, е) андеррайтер публично объявляет о стабилизационной поддержке ценной бумаги, ж) андеррайтер обязан вести отдельный учет своих действий по стабилизации, в т.ч. по каждой стабилизационной покупке.

1.4. Манипулирование на вторичном рынке.

“Мокрые продажи”. Это одна из самых ранних форм манипулирования. Это

притворная сделка, в результате ее совершения не происходит смены собственника. Этот термин охватывает несколько методов манипулирования, поскольку все они приводят к достижению того же результата. Один из самых ранних методов заключался в имитации сделки на бирже: два брокера объявляли цену, заявляли о совершении сделки, однако на самом деле не происходило движения ни денег, ни ценных бумаг.

Другой метод заключался в том, что спекулянт размещал одновременно у двух брокеров заявки на покупку и продажу одних и тех же бумаг – спаренные ордера; ценные бумаги продавались одному брокеру и тут же покупались у другого. Будучи более завуалированным, чем первый метод, реально он приводил к тому же результату: смены собственника не происходило.

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

Подобные сделки с давних пор считаются незаконными, фондовые биржи запретили их еще в прошлом веке.

Корнеры (“углы”). Корнер представляет собой такую ситуацию, 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 искусственным манипулированием. По мере того, как курс акций повышается, они все больше становятся объектом продаж 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).

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

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

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

Пулы. Делятся на две основные группы: а) **опционные пулы**, б) **торговые пулы**.

Опционный “бычий” пул (пул с игрой на повышение) как пример классической манипулятивной практики. В качестве первого шага пул манипуляторов обеспечивает себе **опцион 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 менеджера и операторов пула является увеличение курса акций сверх курса, зафиксированного в опционе. Если количество акций на рынке – величина постоянная, то эта задача может быть выполнена только через увеличение спроса на акции. Самый эффективный способ убедить всех прочих покупать акции – публиковать благоприятную информацию о совершенных сделках, что должно убедить перспективных покупателей в том, что другие покупатели рынка сочли ценную бумагу недооцененной. Менеджер пула открывает множество счетов у различных брокеров, вводит приказы на покупку и

продажу, формируя медленно растущий курс акции по мере увеличения количества сделок. В самых грубых формах эти сделки совершаются в форме “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 соучастники 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. Искусственная активность может поддерживаться просто созданием огромного количества приказов на покупку и продажу, когда пул скоординированно перебрасывает акции между членами пула, при этом общую картину, когда пул в целом преимущественно покупает у внешней публики или, наоборот, продает акции, установить невозможно.

По мере того, как цена медленно растет, в действие вводится сложный механизм обеспечения публичности с тем, чтобы стимулировать спрос. Директора корпорации, чьи акции являются объектом манипулирования, делают оптимистичные (однако, не полностью правдивые) заявления относительно перспектив компании (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 договоры на услуги рекламных агентств. Распространяются фальшивые слухи о растущих прибылях или неизбежном слиянии. Операции пула привязываются к времени появления информации о финансовых результатах, дивидендах, новых заказах, реорганизации эмиссий и т.д. И, наоборот, даты объявления корпоративных новостей согласовываются инсайдерами с организаторами манипулятивных схем.

Как только рыночный курс акции начинает превышать курс опциона, оператор пула

реализует свой опцион и осторожно, с превышением продаж над покупками, “разгружается”, “сбрасывает” свои акции публике (до этого, при подъеме цены, он больше покупал, чем продавал).

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

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

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

повышение.

Организация пула. В пуле могли состоять до нескольких десятков участников, которые заключали специальное соглашение (пул-контракт). В соглашении указывался главный менеджер пула и его вознаграждение; вклад каждого участника; время действия соглашения и метода 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 организаторами пулов. В итоге, пул получал а) доступ к инсайдерской информации, б) возможность приобретения опционов, в) дружественное отношение со стороны компании-эмитента (например, инсайдеры не подвергали критике действия пула и не помогали в этом другим).

Другой распространенной практикой в пулах было использование специалистов (лиц, ведущих аукцион на фондовых биржах США). Сговор со специалистами, использование их знания ситуации на рынке можно было использовать с выгодой, планируя время проведения операции пулом. Во многих случаях менеджеры пулов непосредственно обращались к специалистам для совершения сделок по купле-продаже акций. Опираясь на свое знание рынка, специалист мог проводить операции купли-продажи с наибольшей эффективностью для пула.

Соответственно, пул в своих операциях должен в полной мере использовать механизм создания публичности и поддержания искусственной активности на рынке, рассмотренные выше в примере с опционным пулом.

Манипулирование, осуществляемое одним лицом. Широко распространенной практикой являются попытки манипулирования, организуемые одним лицом в собственных интересах, особенно в отношении средних и малых компаний, акции которых торгуются на внебиржевом рынке. Методы манипулирования аналогичны рассмотренным в настоящей и следующих главах.

Прочие методы манипулирования:

а) направление значительного количества приказов на совершение сделок при открытии и закрытии биржи, распределение по нескольким биржам с тем, чтобы в моменты открытия – закрытия вызвать искусственное снижение цен,

б) искусственное повышение дивидендов (без наличия достаточных нераспределенных прибылей) или их искусственное занижение с тем, чтобы вызвать манипулятивный рост или понижение курсов акций,

в) 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),

г) 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),

д) использование полномочий, полученных у эмитента в рамках андеррайтинга (например, для накопления запасов акций с целью последующего манипулирования, или для искусственного удержания под договоренности с эмитентом или его менеджерами о их приобретении),

е) манипулирование предложением (искусственное увеличение или уменьшение количеств) 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 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).

II. МАНИПУЛЯТИВНАЯ ПРАКТИКА.

2.1. США.

В данной главе рассмотрены некоторые реальные примеры манипулирования, описанные в современной литературе, являющиеся достаточно характерными и наиболее типичными. Так, например, описанный ниже случай манипулирования можно отнести, в частности, к манипулированию на вторичном рынке с целью повышения фиксированной цены при размещении эмиссии ценных бумаг.

Речь идет о корпорации Thomas Nelson Inc., главным исполнительным директором которой является Sam Moore. Он также является ее главным частным акционером, владея более 10% акций компании. Акции компании торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже.

27 июня 1995 г. корпорация зарегистрировала выпуск 2.5 млн. акций для публичного размещения. Было объявлено, что вторичное размещение акций (secondary offering) начнется 18 июля 1995 г. С 10 до 18 июля проводились роад-шоу в Нью-Йорке, Лос-Анджелесе, Бостоне, Чикаго и Денвере. Sam Moore и представители андеррайтеров были важнейшими участниками этих презентаций. Соответственно, корпорация Thomas Nelson и представители андеррайтеров согласились в том, чтобы 18 июля провести телефонную конференцию в 16.15, через 15 минут после закрытия торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже, с тем, чтобы установить конечные условия размещения, включая, прежде всего, цену публичного размещения.

17 июля 1995 г. (понедельник) г-н Moore, примерно от 15.00 до 15.15, закончил свою последнюю презентацию в рамках роад-шоу. Примерно в 15.22 он разместил приказ на Нью-Йоркской фондовой бирже, от имени своей сестры на покупку 5000 обыкновенных акций корпорации Thomas Nelson по 20 долл. за акцию. Этот приказ был исполнен с превышением на 1/8 от цены предыдущей сделки. Данная покупка была последней сделкой, заключенной в этот торговый день.

18 июля акции корпорации Thomas Nelson торговались между 20 и 20 1/2, при этом за 30 минут до закрытия торгов они опустились ниже 20 долл. Примерно за 15 минут до закрытия торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже г-н Мооге разместил приказ на покупку 5000 обыкновенных акций корпорации Thomas Nelson от имени своей сестры по 19 7/8. Только одна тысяча акций из 5000 могла быть продана по 19 7/8. После уведомления о том, что больше предложений о продаже по этой цене нет, г-н Мооге поднял цену в заявке на покупку на оставшиеся 4000 акций с 19 7/8 до 20 долл.

После исполнения этого приказа по 20 долл. г-н Мооге оставался на телефоне, поддерживая связь со своим главным бухгалтером. Позже он передал ему инструкции о покупке двух дополнительных порций по 1000 акций при лимите 20 долл. за штуку; первый приказ был введен в 15.55.53 и исполнен в 15.56.18; второй приказ был введен в 15.58.07 и исполнен в 15.58.17. Данная сделка была последней транзакцией с обыкновенными акциями корпорации Thomas Nelson за 18 июля 1995 г.

В 16.15, примерно через 15 минут после последней покупки, совершенной г-ном Мооге, состоялась назначенная ранее телефонная конференция с участием представителей андеррайтингового синдиката и оценочного комитета, учрежденного советом директоров корпорации Thomas Nelson. Во время конференции, с учетом успеха роад-шоу, интереса, проявленного к публичному предложению данных акций, а также с учетом цен, по которым акции Thomas Nelson торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже, андеррайтеры уведомили оценочный комитет о том, что они могли бы выкупить 2.875 млн. акций и предложить их публике по 20 долл. за штуку – по цене закрытия этих акций 18 июля 1995 г.

Из вышеописанного можно сделать следующие выводы: рыночное манипулирование – это 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”. Данная практика

является манипулятивной в соответствии с Section 10(b), Securities Exchange Act of 1934.

Нижеследующий пример связан с манипулятивными операциями маркет-мейкеров на рынке NASDAQ. Рынок NASDAQ не всегда оперирует в форме открытого рынка, основанного на свободной конкуренции. Маркет-мейкеры NASDAQ вовлечены в поведение, приводящее к установлению искусственно фиксированных спредов между ценовыми котировками дилеров на многие ценные бумаги NASDAQ и в значительной мере невыгодными ценами, установленными для инвесторов, торгующих данными бумагами (маркет-мейкеры не проявляют инициативу в сужении спредов, ведут враждебные действия против тех маркет-мейкеров, которые пытаются улучшить котировки). Часть маркет-мейкеров предпринимают усилия для того, чтобы поддерживать неконкурентные условия для ведения своих операций. В то же время различные маркет-мейкеры NASDAQ координируют свои ценовые котировки с тем, чтобы защитить свои собственные интересы, в ущерб интересам инвесторов и других участников рынка. Многие маркет-мейкеры NASDAQ также не выполняют свои базовые обязательства по совершению сделок по объявленным котировкам.

Далее описаны два примера “классического” манипулирования на вторичном рынке. Так, фирма Castle Securities Corporation манипулировала ценой на обыкновенную акцию, на рынке которой она доминировала и имела контрольное влияние, с тем, чтобы устанавливать и поддерживать искусственную и завышенную цену и, по своему выбору, увеличивать эту цену, когда становилось очевидным отсутствие интереса инвесторов или дилеров к этой акции или отсутствие благоприятных новостей по данной акции. Тем не менее, фирма взыскивала со своих розничных клиентов несправедливые и мошеннически завышенные комиссии (включенные в цену акции), превосходящие на величину от 16 до 66% превалирующую цену акции на открытом рынке. Фирма, действуя через своего зарегистрированного представителя (которым являлся г-н M.T.Studer) оказалась неспособной создать и использовать необходимые надзорные процедуры, предназначенные для предупреждения того, чтобы с клиентов взыскивали средства по

манипулированным ценам и несправедливо и мошеннически завышенным комиссиям. За эти действия Castle Securities Corporation и г-н Studer были оштрафованы совместно на 50 тысяч долл., а также должны выплатить 19.4 тысячи долл. плюс проценты в возмещение убытков своих клиентов. Кроме того, на 30 дней приостанавливаются любые отношения г-на Studer с любым из членов НАСД, и при этом он должен сдать экзамен на право профессиональной работы с ценными бумагами.

В другом случае речь идет о том, как обыкновенные акции Angeion Corporation (“Angeion”) стали объектом разработанной мошеннической схемы, целью которой было создание видимости активности вокруг акций Angeion и, таким образом, создание впечатления у инвесторов о существовании спроса на эти акции. Эта схема была реализована в период с 1989г. до июня 1991 г. на основе манипулятивных средств, включая спаренные ордера, “мокрые” (фиктивные) покупки и паркинг акций. При реализации схемы манипуляторы ввели по меньшей мере 23 спаренных ордера на примерно 675 тысяч акций на сумму примерно 5.6 млн. долл. Манипуляторы совершили также по меньшей мере 9 “мокрых” (фиктивных) продаж на примерно 500 тысяч акций Angeion на сумму примерно 4.2 млн. долл. Кроме того, манипуляторы организовали паркинг для по меньшей мере 266 тысяч акций Angeion на сумму 2 млн. долл., используя для этого счета своих клиентов с тем, чтобы избежать излишних запасов акций на своем счете и, вследствие этого, реализации их на открытом рынке. Когда схема стала проясняться в мае 1991 г., некоторые физические лица, вовлеченные в нее, использовали “free-riding” (верховую езду без оглядки), приобретя 355.7 тысяч акций Angeion на сумму 2.54 млн. долл. без намерения или возможности заплатить за акции. Манипулятивные операции прекратились только тогда, когда манипуляторы не смогли дольше платить за свои покупки акций Angeion или по требованиям покрыть деньгами недостаток обеспечения на своих маржевых счетах. После того, как манипулятивные операции прекратились, рыночная цена акций Angeion упала с $10 \frac{3}{8}$ в марте 1991 г. до самого нижнего своего уровня в $2 \frac{3}{4}$ 3 июля 1991 г.

2.2. Россия.

Попробуем рассмотреть манипулятивную практику в РФ на примере операции на рынке ГКО и на срочном рынке Российской биржи и МЦБФ в прошлом и проанализировать сегодняшние возможные манипуляции ценами на РТС.

В первом варианте рассмотрим подробно случай, когда в мае 1996 г. на ММВБ в результате операций одного из дилеров на рынке ГКО, который совершал сделку по цене значительно ниже реальной, средневзвешенная цена по 24-ому выпуску ГКО в результате торгов обвалилась на 10 пунктов и значительная часть участников срочного рынка Российской биржи и МЦБФ, где на эту бумагу были открыты позиции, понесли убытки. Во втором варианте мы попытаемся сравнить изменение индекса РТС и изменение цен на отдельные виды акций в Российской торговой системе.

Итак, 8 мая 1996 г. в российской печати была отражена информация о том, что 7 мая произошло интересное событие с одним из трейдеров – пакет облигаций 24-ой серии ГКО был им продан всего за 18% от номинала: “Техническая ошибка привела к существенным потерям торговца, которому в дальнейшем пришлось выкупать эти облигации по рыночной цене – около 60% от номинала. Впрочем, подобный случай – далеко не первый в практике торгов ГКО”. Действительно, если рассмотреть и сравнить между собой данные по доходности ГКО ближайших выпусков, к примеру, с 22020 по 22025 за три дня мая 1996 г. (6, 7, 14 мая), то можно увидеть, что средневзвешенная цена и доходности соответственно на бумаги 22024 по результатам торгов за 7 мая ниже результатов торгов за 6 и 14 мая на 9.77 и 15.72 пунктов соответственно (см. табл. 1).

Из анализа этих данных сделать вывод о возможных манипуляциях, проводящихся на ММВБ, вероятно, преждевременно. Ведь если такие случаи отклонения цен трактовать как манипуляции с ценами, то совершенно не ясна цель этих манипуляций, а также возможно объяснение этих отклонений в ценах на ГКО как “техническая ошибка”. Однако, со ссылкой на неофициальную информацию в прессе было описано, что в

понедельник 6 мая на МЦФБ был последний день торговли фьючерсным контрактом на индекс средневзвешенной цены вторичного рынка по 24-му выпуску ГКО. Незадолго до конца торговой сессии один из крупных операторов рынка вдруг стал массированно выставлять заявки на продажу фьючерсных контрактов по ценам 61.2-63.5% от номинала.

Таблица 1

Доходность государственных краткосрочных облигаций на 6, 7 и 14 мая 1996 г.

(по итогам последних вторичных торгов)

Номер серии/ Дата погашения	Дата	Число дней до погашения	<i>min</i> курс	<i>max</i> курс	Средневзвешенная цена	Объем продаж (млрд. руб)	Доходность к погашению
22020/ 10.07.96	6 мая	65	80.80	82.00	81.24	50.854	129.67
	7 мая	64	81.10	83.75	82.45	60.131	121.39
	14 мая	57	87.50	88.98	88.18	112..323	85.84
22021/ 14.08.96	6 мая	100	69.00	69.80	69.34	32.222	161.39
	7 мая	99	68.00	71.40	70.04	94.120	157.71
	14 мая	92	75.50	77.98	77.15	97.889	117.50
22022/ 21.08.96	6 мая	107	66.20	71.00	67.88	9.925	161.41
	7 мая	106	67.32	68.35	67.88	34.185	162.94
	14 мая	99	73.85	76.91	75.81	55.471	117.64
22023/ 4.09.96	6 мая	121	64.00	66.15	64.77	2.291	164.08
	7 мая	120	64.00	64.95	64.52	2.403	167.26
	14 мая	113	59.31	72.30	70.79	33.290	133.28
22024/ 11.09.96	6 мая	128	62.25	64.00	63.45	83.264	164.26
	7 мая	127	18.00	72.00	53.68	38.882	248.00
	14 мая	120	68	70.40	69.40	32.116	134.11
22025/ 6 мая	135	61.66	62.59	62.21	17.410	164.24	

18.09.96	7 мая	134	61.50	63.00	62.00	20.097	156.95
	14 мая	127	66.50	68	67.64	34.199	137.50

Поскольку подавляющее большинство участников торгов вполне обоснованно считало эти цены сильно заниженными, указанному игроку удалось без особого труда продать порядка 30 тысяч контрактов. По правилам фьючерсной торговли на МЦФБ, вариационная маржа по позициям, оставшимся открытыми в последний день торговли этим контрактом, должна была рассчитываться на основе средневзвешенной цены вторичных торгов ММВБ 7 мая. Из этого становится ясной цель “технической ошибки” на торгах ГКО, которая произошла 7 мая. При этом стали известны некоторые подробности совершения этой ошибки, а именно, то, что наш участник фьючерсного рынка МЦФБ одновременно являлся и дилером ГКО, оперирующим на ММВБ пакетом из примерно 200 тысяч бумаг. За 2 минуты до закрытия вторичных торгов дилер улучил момент, когда на покупку по 24-ому выпуску оставалось относительно небольшое число заявок и выставил свой пакет заявок на покупку около 50 тысяч бумаг по цене 18% от номинала и зеркальную заявку на продажу. Ввиду незначительного количества “сторонних заявок” на покупку основную часть сделок дилеру удалось провести с самим собой. В результате этого средневзвешенная цена 24-го выпуска скатилась примерно на 10 пунктов ниже цен реальных сделок. В итоге положительная вариационная маржа на фьючерсном рынке МЦФБ для этого игрока составила около 2.8 млрд. руб. и во много раз перекрыла его издержки на ММВБ, которые оценивались в размере 300 млн. руб. Таким образом, наш манипулятор получил около 2.5 млрд. руб. чистого дохода.

Несмотря на потери, многие “пострадавшие” брокеры МЦФБ искренне восхищались красотой проведенной блестящей двухходовой спекулятивной операции. Важно отметить и выбранное время для проведения этой операции – перерыв между майскими праздниками. Это время было выбрано из соображений того, что объемы операций на ММВБ в этот период может быть меньше, чем в обычные рабочие дни, а для достижения максимального успеха рассмотренной выше операции и требуется небольшой объем

операций, проводимых на рынке. Для возможности сравнения с объемами манипулятивной прибыли, полученной в нашем случае с прибылью, получаемой манипуляторами в США, отметим, что курс доллара на 07.05.96 г. и 0.8.05.96 г. был 4960 и 4958 рублей за 1 доллар США, т.е. полученный чистый доход был более 500 тысяч долларов США.

Из рассмотренного нами случая манипулятивной стратегии можно сделать следующие выводы и заключения о том, когда и в каких случаях может иметь место манипулятивная практика:

1. Сосредоточение достаточно большого количества активов в руках одного игрока.
2. Небольшая емкость данного рынка.
3. Значительное отклонение цены актива от среднего значения, т.е. значительный рост или падение цены ценной бумаги при стабильной ситуации на рынке.

Вышеописанный случай достаточно очевиден и, как уже было отмечено, получил довольно широкую огласку в прессе. Но это все-таки, наверное, дела истории. Можно предположить, что такие операции манипулирования проходят и сейчас. Из существующих площадок фондового рынка наиболее открытой по информации является Российская Торговая Система (РТС), так как у нее есть свой сайт в Интернете со свободным доступом (адрес сайта <http://www.rtsnet.ru>). Некоторое представление об этом сайте можно получить из рис. 1, приведенного в Приложении. На этом сайте можно получить информацию о ходе торгов на РТС – величине индекса РТС, объеме торгов, акциях, торгуемых в РТС, итогах торгов по отдельным акциям, лидерах повышения и понижения за различные периоды времени. Причем информацию можно получить как и самую свежую (за текущий день), так и архивного характера, как, например, значения индекса РТС за несколько лет. Вся обсуждаемая далее в этой главе информация получена нами именно из этого сайта.

Акции, торгуемые в РТС, представлены в Табл. 1 Приложения. Всего в этом списке представлено 46 акций 27 эмитентов. В Табл. 2 приведены данные отдельных эмитентов с кодами акций (а именно через коды акций и происходит подача информации на данном сайте).

Таблица 2

Акции РТС, категория “А”

Код акции	Наименование эмитента	Тип акции	КЛ	Номинал, руб.	Количество, шт.
ELRO	Электросвязь Ростовской области	Обыкн.	2	10	69895500
KUBNP	Кубаньэлектросвязь	Обыкн.	2	35.97	10553425
MFGS	Славнефть-Мегтоннефтегаз	Обыкн.		25	1596584
MGTSР	МГТС	Прив.		1	319317
NNSI	Связьинформ, Нижний Новгород	Обыкн.		5	87508200
NNSIP	Связьинформ, Нижний Новгород	Прив.		5	29169300
SAGOP	Самараэнерго	Прив.		1	522144000

Рискнем предположить, что манипуляции имеют место на торгах в РТС и постараемся обосновать свою точку зрения. Мы полагаем, что сравнительно простой анализ данных, доступных из открытых средств массовой информации, в частности, корреляция (или отсутствие таковой) между индексом РТС и изменениями цен на отдельные акции, позволяет с большой долей вероятности распознать случаи искусственного влияния на формирование цен на торгах в РТС. Давайте для рассмотрения возьмем наугад три периода времени и попробуем провести сравнительный анализ изменения индекса РТС и отклонений акций конкретных эмитентов от общей тенденции изменения цен на рынке. Для решения этой задачи воспользуемся информацией,

представленной на следующих сайтах Интернет: <http://www.rtsnet.ru/rts/lw%5Ftop1.stm> и <http://www.rtsnet.ru/rts/indexes.htm>. На первом из них можно найти информацию об акциях, котировки которых претерпели наиболее значительные изменения за последнюю неделю. На втором представлены данные о ежедневных значениях индекса РТС за несколько лет. Возьмем, например, неделю с 08.10.99 по 15.10.99. На диаграмме 1 показаны значения индекса РТС в этот период времени, а в Табл. 3 приведены данные о лидерах повышения и понижения в это же время. Изменения индекса РТС за этот период незначительны, максимальное значение превышает минимальное менее чем на 10% (99.65 и 91.16 соответственно). В этот же самый период цены на большинство акций изменяются в среднем тоже в небольших пределах. И среди этих плавных тенденций обращает на себя внимание резкий выброс – более чем 50%-ый рост цены на акции NNSI (на фоне, в среднем, 10%-ого повышения других акций). Среди лидеров понижения также можно выделить акции MFGS с их более чем 30%-ым падением цены. Объемы торгов в РТС на этой неделе составляли 10-13 млн. долл.

Таблица 3

Лидеры повышения и понижения на торгах в РТС за неделю с 08.10.99 по 15.10.99.

Лидеры повышения			Лидеры понижения		
Код акции	Последняя цена на 15.10 18:00	Изменение с 08.10 18:00	Код акции	Последняя цена на 15.10 18:00	Изменение с 08.10 18:00
NNSI	\$0.4	53.8462%	MFGS	\$0.45	31.2977%
RTKMP	\$0.322	17.0909%	NKELP	\$2.28	12.3077%
LKOH	\$8	16.7883%	KUBN	\$4.75	5%
AFLT	\$0.061	12.963%	IRGZ	\$0.0765	4.9689%
SBERP	\$0.246	11.8182%	RTKM	\$0.81	4.9296%
GAZA	\$27	11.3402%	EESRP	\$0.02	4.7619%
SNGS	\$0.169	8.3333%	NKEL	\$2.96	4.2071%
TATN	\$0.1785	4.6921%	MSNG	\$0.0275	4.1812%
EESR	\$0.0617	4.5763%	SNGSP	\$0.0418	4.1284%
SIBN	\$0.28	3.7037%	SBER	\$22.9	1.9272%

Далее, возьмем период за неделю с 3.12.99-10.12.99. Данные по этому периоду представлены в Табл.4 и на диаграмме 2. Изменения индекса РТС за этот период составляют не более 8% (118.6 максимальное и 110.04 минимальное значение) с тенденцией к понижению к концу недели. Акции же KUBNP в это время поднимаются в цене на 29%., что в несколько раз больше по сравнению с другими акциями, также выросшими в цене.

Лидеры повышения и понижения на торгах в РТС за неделю с 03.12.99 по 10.12.99.

Лидеры повышения			Лидеры понижения		
Код акции	Последняя цена на 10.12 18:00	Изменение с 03.12 18:00	Код акции	Последняя цена на 15.10 18:00	Изменение с 08.10 18:00
KUBNP	\$2	29.0323%	SBER	\$26.25	17.7116%
SPTL	\$0.27	8%	GUMM	\$0.62	17.3333%
MFGS	\$0.7	7.6923%	SBERP	\$0.265	17.1875%
TATNP	\$0.065	5.6911%	RTKMP	\$0.36	16.2791%
SPTLP	\$0.0919	2.1111%	MSNG	\$0.026	16.129%
			EESR	\$0.0645	15.0198%
			RTKM	\$1.225	14.3357%
			EESRP	\$0.0255	13.5593%
			GAZA	\$25	12.2807%
			KZBE	\$0.0725	10.4938%

И, наконец, неделя 10.12.99-17.12.99 (см. Табл. 5 и Диаграмму 3): разница между максимальным и минимальным значениями индекса РТС не превышает 15%, цены на большинство акций, представленных в таблице, тоже выросли примерно в этих пределах, тогда как акции MGFS неожиданно поднимаются в цене на 28.6%. Объемы торгов при этом не превышают 22 млн. долл.

Лидеры повышения и понижения на торгах в РТС за неделю с 10.12.99 по 17.12.99.

Лидеры повышения			Лидеры понижения		
Код акции	Последняя цена на 17.12 18:00	Изменение с 10.12 18:00	Код акции	Последняя цена на 17.12 18:00	Изменение с 10.12 18:00
MFGS	\$0.9	28.5714%	URSI	\$0.0097	7.619%
NKELP	\$3.9	16.4179%	BEGY	\$0.043	7.5269%
SNGS	\$0.215	16.2162%	SAGO	\$0.0136	6.2069%
SBER	\$30.2	15.0476%			
RTKM	\$0.246	14.6939%			
EESR	\$27	14.5736%			
GUMM	\$0.169	14.5161%			
MSNG	\$0.1785	14.2308			
NKEL	\$0.0617	11.9221%			
TATN	\$0.28	10.2397%			

Как мы видим из рассмотренных примеров, во всех случаях наблюдается явный выброс значений изменения цен на акции отдельных эмитентов. Объяснить такие отклонения цен резким увеличением прибылей или убытков данной компании, какими-либо внутренними причинами формирования цен на эти акции не представляется возможным. Более того, если взять любой период времени в течение 1999 г., то можно утверждать с высокой долей вероятности, что такие всплески цен будут обнаружены.

Так, например, если мы рассмотрим те же данные – изменения цен на акции и значения индекса РТС – за более длительный период, например, за месяц, то мы увидим, что ситуация и в этом случае совершенно аналогичная. В Табл. 5 и Диаграмме 4 приведены данные за сентябрь 1999 г. Мы видим, что значение индекса РТС почти не

меняется и держится на уровне чуть выше 100 в начале месяца и плавно понижается с середины месяца в среднем примерно на 15%. В это же время некоторые акции, тем не менее, поднимаются в цене, а отдельные из них, в частности, акции SAGOP и MGTSP, повышают свои котировки почти на 30%. Из акций, падающих в цене, обращают на себя внимание акции NNSI, NNSIP, ELRO, упавшие в цене более чем на 50% (см. Табл. 6 и Диаграмму 4).

Таблица 6

Лидеры повышения и понижения на торгах в РТС за сентябрь 1999 года.

Лидеры повышения			Лидеры понижения		
Код акции	Последняя цена на 30.09 18:00	Изменение с 31.08 18:00	Код акции	Последняя цена на 30.09 18:00	Изменение с 31.09 18:00
MGTSP	\$46.5	32.4786%	NNSI	\$0.26	63.8889%
SAGOP	\$0.0072	30.9091%	NNSIP	\$0.13	60%
MFGS	\$0.655	9.1667%	ELRO	\$0.3	53.8462%
TZUM	\$0.14	1.8182%	KUBNP	\$1.5	44.4444%
			BEGY	\$0.0315	40%
			SKGZ	\$0.56	39.1304%
			GUMM	\$0.55	37.1429%
			KUBE	\$0.65	35%
			RTKM	\$0.75	34.2105%
			SIBN	\$0.227	32.5409%

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

К нашему глубочайшему сожалению, мы не смогли из доступной нам информации получить данные, кто конкретно проводил операции с бумагами упомянутых эмитентов. Если бы такая информация была, то можно было бы предыдущий вывод обосновать не с некоторой вероятностью, а совершенно точно.

Рассмотрим такой случай. Кому-то из заинтересованных лиц потребовалось увеличить собственный пакет акций, например, NNSI. Путем метода “мокрых продаж” один из участников рынка понижает цену на данную бумагу и выполняет заказ заинтересованных лиц. Сложнее объяснить неожиданный рост цены на какую-либо акцию. Попытаемся это сделать. Предположим, что произошла утечка информации о том, что какой-то инвестор собирается приобрести пакет акций, например, акции KUBNP. Обладая этой информацией участник РТС может при помощи того же метода “мокрых продаж” поднять цену на конкретную бумагу и затем реализовывать ее покупателю уже по более высокой цене. И тот и другой случай требует проведения предварительных сделок (ценообразующих сделок), может быть, с небольшими объемами акций. Но после достижения цели, а именно, получения своей сверхприбыли, манипулятор, естественно, теряет интерес к данной бумаге и цена ее возвращается к рыночной.

III. РЕГУЛИРОВАНИЕ МАНИПУЛЯТИВНОЙ ПРАКТИКИ В ГЕРМАНИИ И США.

Во многих странах мира, где фондовый рынок существует много лет и где проблема манипулирования хорошо известна, с этой проблемой успешно борются. Манипулирование на фондовом рынке там законодательно определено и запрещено. Например, в Германии существует кодексная система прав, и весь рынок жестко регулируется государством. Там действует автоматическая система, контролирующая прохождение заказа клиента, начиная от момента его введения в систему и до момента его исполнения. Прокуроры, присутствующие на биржах, в любой момент могут дать распоряжение отделу контроля приостановить торги и признать сделку несовершенной, и к участнику или его компании могут быть применены штрафные санкции вплоть до лишения или отзыва лицензии.

В разных странах, естественно, существуют свои подходы к решению проблемы манипулирования, но тем не менее общие принципы решения этого вопроса схожи. Вследствие этого мы решили подробно остановиться на законодательстве одной страны, а именно, США, где фондовый рынок существует с незапамятных времен, и никакие войны и другие катаклизмы не прерывали хода его естественного развития. Мы полагаем, что на примере этой страны нам удастся затронуть и осветить самые главные аспекты решения данной проблемы.

Основной массив правил и норм, регулирующих манипулятивную практику, содержится в Securities Exchange Act of 1934, Securities of 1933. В данной главе мы рассмотрим некоторые положения, касающиеся общих запрещений манипулирования ценами, запрещения конкретных практик регулирования ценами, стабилизации цен в период первичного размещения и ее регулирования, а также запрещения отдельных операций с ценными бумагами в период их первичного размещения. Мы не приводим переложения основных частей текста, а также ограничений в тексте, распространяющих

действие правил только на национальные биржи.

3.1. Общие запрещения манипулирования ценами (совместно с запрещением обманных действий на фондовом рынке).

Section 10-b of Securities Exchange Act of 1934 содержит следующее положение:

Для любого лица, прямо или косвенно вовлеченного в указанные действия, является незаконным использовать или привлекать в связи с любой ценной бумагой любые манипулятивные или обманные средства или схемы с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам может предписать в качестве необходимых или соответствующих интересам публики или задачам защиты инвесторов.

Section 15-c(1-2) of Securities Exchange Act of 1934 содержит ряд положений:

1.A. 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.

1.B. Ни один **дилер муниципальных ценных бумаг** не может осуществлять сделки, или побуждать к покупке или продаже **любой муниципальной ценной бумаги**, или делать попытки к такому побуждению посредством манипулятивных, обманных или других мошеннических инструментов и схем.

1.C. Ни один **брокер государственных ценных бумаг** или **дилер государственных ценных бумаг** не может осуществлять сделки, или побуждать к покупке или продаже **любой государственной ценной бумаги**, или делать попытки к такому побуждению посредством манипулятивных, обманных или других мошеннических инструментов и схем.

1.D. **Права Комиссии** по ценным бумагам и фондовым биржам. Глава определяет (посредством выпуска правил и регулятивных установлений), какие инструменты и схемы являются манипулятивными, обманными и, кроме того, мошенническими.

1.Е. **Порядок консультаций** по поводу указанных правил и регулятивных установлений с Казначейством (Министерством финансов) и другими регулятивными органами. **Права Комиссии** на принятие указанных правил и установлений несмотря на возражения данных сторон, касающиеся негативного воздействия решений Комиссии на ликвидность и эффективность рынка государственных ценных бумаг, а также на конкуренцию на рынке.

2.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, ведущие к вовлечению его в любое мошенническое, обманное, манипулятивное, действие или практику, или выставление фиктивных котировок.

2.В. Ни один **дилер муниципальных ценных бумаг** не может осуществлять сделки, или побуждать к покупке или продаже **любой муниципальной ценной бумаги**, или делать попытки к такому побуждению, ведущие к вовлечению его в любое мошенническое, обманное, манипулятивное, действие или практику, или выставление фиктивных котировок.

2.С. Ни один **брокер государственных ценных бумаг** или **дилер государственных ценных бумаг** не может осуществлять сделки, или побуждать к покупке или продаже **любой государственной ценной бумаги**, или делать попытки к такому побуждению, ведущие к вовлечению его в любое мошенническое, обманное, манипулятивное, действие или практику, или выставление фиктивных котировок.

2.Д. **Права Комиссии** по ценным бумагам и фондовым биржам. Глава определяет (посредством выпуска правил и регулятивных установлений), какие инструменты и схемы являются манипулятивными, обманными и мошенническими, какие котировки являются фиктивными.

3.Е. **Порядок консультаций** по поводу указанных правил и регулятивных установлений с Казначейством (Министерством финансов) и другими регулятивными

органами. **Права Комиссии** на принятие указанных правил и установлений несмотря на возражения данных сторон, касающиеся негативного воздействия решений Комиссии на ликвидность и эффективность рынка государственных ценных бумаг, а также на конкуренцию на рынке.

Section 17 of Securities Act, 1933 (несмотря на то, что она содержит более общие нормы, запрещает мошенничество на фондовом рынке, ее традиционно считают направленной против манипулирования ценами, поскольку методы, перечисленные в ней, широко используются для манипулирования).

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

а) использовать любой инструмент, схему или трюк для того, чтобы совершить обман, или

б) получать деньги или имущество посредством любого ложного заявления о материальном факте или сокрытия материального факта, когда такое заявление должно быть сделано в свете сложившихся обстоятельств, или

с) вовлекаться в любую сделку, практику, процесс бизнеса, операции в рамках которых они ведут или должны привести к мошенничеству или обману покупателя.

2. Для любого лица **является незаконным** публиковать, предоставлять публично или способствовать обращению любых уведомлений, циркуляров, рекламных объявлений, газет, статей, писем, инвестиционных услуг или коммуникационных сообщений, которые, хотя и не предлагают ценную бумагу к продаже, но характеризует данную ценную бумагу за вознаграждение, полученное или которое должно быть получено, прямо или косвенно, от эмитента, андеррайтера или дилера, без полного раскрытия факта вознаграждения, в прошлом или будущем, и, соответственно, суммы вознаграждения.

Здесь необходимо отметить, что, хотя текст статьи носит более общий характер, направлен на предупреждение любого мошенничества с ценными бумагами, тем не менее манипулятивные сделки, как более частный случай, полностью подпадают под действие

указанных законоположений. На практике, осуществляя преследование по конкретным случаям манипулирования, всегда ссылаются на Section 17 of Securities Act, 1933.

3.2. Запрещения конкретных практик манипулирования ценами.

Section 9 of Securities Exchange Act, 1934 содержит следующие положения:

(a) Для любого лица, прямо или косвенно вовлеченного в указанные действия, является незаконным:

(1) с целью создания ложной или вводящей в заблуждение видимости активной торговли любой ценной бумагой

(A) осуществлять любую сделку с данной ценной бумагой, не приводящую к смене собственника-выгодоприобретателя. Другими словами, данная статья (a(1)A) запрещает “мокрые продажи” и фиктивные сделки с ценными бумагами, не приводящие к смене собственника.

(B) вводить приказ или приказы для **покупки** данной ценной бумаги со знанием того, что (в пользу той же или иных сторон) были отданы приказ или приказы для **продажи** этой ценной бумаги, имеющие в существенной степени те же параметры цены или количества ценных бумаг и отданные – в существенной степени – в то же самое время.

(C) вводить приказ или приказы для **продажи** данной ценной бумаги со знанием того, что (в пользу той же или иных сторон) были отданы приказ или приказы для **покупки** этой ценной бумаги, имеющие в существенной степени те же параметры цены или количества ценных бумаг и отданные – в существенной степени – в то же самое время.

Иными словами, статьями a(1)B и a(1)C запрещаются “спаренные” ордера. В настоящее время кроссирование ордеров захватывает также срочный рынок.

(2) Осуществлять (прямо или косвенно, с участием или без участия других сторон) серии **транзакций** с любой ценной бумагой, **создающие активную торговлю** с этой

бумагой или ее видимость, приводящие к росту или понижению курса этой бумаги. С целью побудить других участников к покупке или продаже данной ценной бумаги.

Данная норма а(2) фактически запрещает пулы, которые не могут существовать без подобных серий сделок, создающих видимость активной торговли ценными бумагами, а также попыток брокеров-дилеров провести манипулятивную операцию за свой собственный счет, без создания пула. При этом “транзакции” означают не только реальные, завершённые сделки, но и, например, выставление приказов на биржевой аукцион. Кроме того, данное положение носит также более общий характер, так как применимо и в случае корнеров или иных манипулятивных стратегий, которые всегда основаны на совершении серийных сделок.

(3) 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 на основе **циркуляции** или **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.

Статья а(3) профессиональным участникам фондового рынка, другим покупателям и продавцам ценных бумаг запрещает практику распространения слухов и заказной информации, “покупки” или участия в манипулятивных прибылях журналистов, финансовых комментаторов и других лиц, способных обеспечить массовое распространение информации.

(4) 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 на основе **любого заявления**, которое с точки зрения времени и в свете обстоятельств, при

которых оно было сделано, является ложным или вводящим в заблуждение с точки зрения любого материального факта, касающегося данной ценной бумаги, и в отношении которого объявитель знал или по всей вероятности знал, что оно является ложным или вводящим в заблуждение.

Таким образом, 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 и сделанные “со знанием дела”.

(5) На основе заключений, полученных прямо или косвенно от **дилера** или **брокера**, или от **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 на основе **циркуляции и распространения 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.

Данная статья соотносится со статьей а(3), содержащей подобное запрещение для брокеров, дилеров и иных продавцов и покупателей ценных бумаг. Она запрещает любому лицу (например, журналисту, финансовому аналитику, теле- и радиокомментатору) распространять манипулятивную информацию, полученную от брокера, дилера или иного лица, собирающегося покупать или продавать ценную бумагу.

(6) Осуществлять (с участием или без участия любых других сторон) любые серии сделок по покупке или продаже данной ценной бумаги с целью закрепления, фиксинга или стабилизации курса этой бумаги с нарушением правил и регулятивных норм, которые комиссия по ценным бумагам может предписать в качестве необходимых или соответствующих интересам публики или задачам защиты инвесторов.

Статья (6) разрешает стабилизацию ценной бумаги в пределах правил и регулятивных норм, устанавливаемых Комиссией по ценным бумагам и фондовым

биржам.

(b) Для любого лица является незаконным – с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам может предписать в качестве необходимых или соответствующих интересам публики или задачам защиты инвесторов:

1) осуществлять любые сделки с любой ценной бумагой, посредством которых приобретаются любые срочные контракты “колл”, “пут”, стрэдлы или другие опционы и привилегии на покупку или продажу любой ценной бумаги без того, чтобы реально создавались обязательства по выполнению этих привилегий.

2) осуществлять любые сделки с любой ценной бумагой, в отношении которой данное лицо имеет – прямо или косвенно – любое участие в срочных контрактах “пут”, “колл”, стрэдле, опционе или привилегии на покупку или продажу этой ценной бумаги.

3) осуществлять действия, указанные 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”, “колл”, стрэдле, опционе или привилегии на покупку или продажу этой ценной бумаги.

(c) Незаконность прямого или косвенного индоссирования или гарантирования любых срочных контрактов “колл”, “пут”, стрэдлов или других опционов и привилегии в отношении любой ценной бумаги, с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам может предписать в качестве необходимых или соответствующих интересам публики или задачам защиты инвесторов.

На практике статьи (b) и (c) запрещают “опционные пулы”, когда манипулятивная деятельность в отношении ценной бумаги разворачивалась после приобретения опциона (фиксации цены) или получения иной привилегии на приобретение ценной бумаги по фиксированной заранее цене.

Статью (d) мы не рассматриваем как несущественную в данном контексте.

(e) Любое лицо, которое добровольно участвует в любом действии или сделке в

нарушение правил, установленных в подсекциях (a), (b), (c) данной секции, является обязанным перед любым лицом, которое купит или продаст любую ценную бумагу по цене, которая оказалась под воздействием этого действия или сделки, при этом понесшее ущерб лицо может предъявить иск в суд соответствующей компетенции с тем, чтобы возместить ущерб, наступивший в результате указанного действия или сделки (дальнейшее детальное описание полномочий суда опущено за несущественностью).

Данной статьей (e) вводится гражданская ответственность лиц, инициировавших манипулятивные сделки.

Статью (f) мы не рассматриваем как несущественную в данном контексте.

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

Данной статьей устанавливается право Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам регулировать срочный рынок с тем, чтобы предотвратить использование срочных финансовых инструментов для манипулирования фондового рынка.

(h) Ограничения на практики, воздействующие на колеблемость рынка. Для любого лица считается незаконным... осуществлять любой акт или использовать любую практику в связи с покупкой или продажей любых акций или связанных с ними ценных бумаг – с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам может принять в качестве необходимых или соответствующих интересам публики, задачам защиты инвесторов, поддержания справедливого, в надлежащем порядке рынка с тем, чтобы со стороны Комиссии:

1. предписать средства, предназначенные воспрепятствовать манипулированию ценами на рынке акций или значительном его сегменте; и

2. запретить или ограничить – в течение периодов экстраординарной колеблемости рынка – любую торговую практику по покупке или продаже акций или связанных с ними ценных бумаг, которая, как определила Комиссия

А. Внесла значительный вклад в экстраординарный уровень колеблемости, угрожающей поддержанию справедливого, в надлежащем порядке рынка; и

В. с достаточной степенью определенности вызывает такие уровни колеблемости рынка, будучи не запрещенной или ограниченной

3. принимая правила, зафиксированные в п. 2, Комиссия... будет минимизировать их воздействие на нормальные операции рынка и свободу любого лица покупать или продавать любую акцию или связанную с ней ценную бумагу.

3.3. Стабилизации цен в период первичного размещения и ее регулирование.

Как указывалось выше (2.2.5), стабилизация цен в период первичного размещения является разрешенной (в пределах установленных правил) манипулятивной практикой Regulation M, выпущенным Securities and Exchange Commission и введенным в действие с апреля 1997 г. (в рамках Securities Act of 1933 и Securities Exchange Act of 1934). Последующий текст является изложением основных положений Regulation M (но не их переводом, источник – Securities and Exchange Commission, Release No. 1039; File No. S7-11-96. Anti-manipulation Rules Concerning Securities Offerings).

Правила стабилизации. Основное ограничение – соответствие стабилизации ее основной цели – предупреждение или препятствование падению цен на вторичном рынке на ценную бумагу, размещаемую на первичном рынке. Введены также следующие правила:

- ни одно лицо, прямо или косвенно, **не может осуществлять стабилизацию**, проводить любую сделку в рамках синдиката в связи с публичным предложением любой ценной бумаги **в нарушение правил**, установленных **Regulation M**
- **стабилизацией является размещение любой заявки на покупку, или**

осуществление любой покупки с целью закрепления, фиксации или поддержания иным способом курса ценной бумаги

- **запрещается размещение заявок** на покупку или осуществление покупок, не являющихся необходимым для предупреждения или воспрепятствования падению курса ценной бумаги
- **запрещается стабилизация для целей манипулирования**, с формированием цены в качестве результата действий, нарушающих закон
- **запрещается стабилизация при проведении публичного размещения “через рынок”** (то есть по рыночным, а не фиксированным ценам, например, через внебиржевой рынок)
- **запрещается размещение более чем одной стабилизационной заявки на покупку на одном и том же рынке, по одной и той же цене, в одно и то же время** при удовлетворении заявок предпочтение отдается независимым (поступившим со стороны) заявкам на покупку, а не стабилизационным заявкам
- **на основном (для данной ценной бумаги) рынке цена стабилизационной заявки устанавливается в соответствии с ценой последней независимой сделки.** Если только удовлетворяются **два условия:** а) эта сделка была совершена в день начала стабилизации или в предыдущий деловой день, б) текущая цена заявки на продажу должна быть равной или выше цены последней независимой сделки. Если эти условия не выполняются, стабилизационная заявка может быть размещена по цене не выше, чем наиболее высокая цена по независимым заявкам на покупку, выставленным в этот момент на рынок.
- **цена стабилизационной заявки может повышаться вслед за рынком** (самой высокой ценой независимых заявок)
- **стабилизационные заявки могут размещаться на различных рынках**, при этом

цены в них могут изменяться (повышаться, понижаться) вслед за рынком, но не выше цены стабилизационной заявки, размещенной на основном для данной ценной бумаги рынке, а также не выше цены публичного размещения

- цены стабилизационных заявок на иных, чем основной, рынках устанавливаются, в качестве общего принципа, базируясь на цене указанной заявки на основном рынке (соответственно, разработан механизм определения цены в этом случае). При этом на других рынках потолком являются стабилизационные цены основного рынка или цены публичного размещения
- принципиально важным является раскрытие информации о проводимой стабилизации (только в этом случае будет сглажен негативный эффект от манипулирования с помощью стабилизации, рынок “будет знать”, что проводится стабилизация и решения на рынке будут приниматься в условиях полной информированности). В связи с изложенным лица, осуществляющие стабилизацию, обязаны предварительно уведомить об этом организаторов рынка, лиц, через которых будут проводить стабилизацию (например, брокеров-дилеров), а также раскрыть информацию о планируемой стабилизации в проспекте эмиссии ценных бумаг.

3.4. Запрещение отдельных операций с ценными бумагами в период их первичного размещения

Признается, что ряд операций с ценными бумагами в период их первичного размещения имеют манипулятивное значение и, соответственно, могут влиять на цену первичного размещения. Соответственно, Regulation M, вводит следующие ограничения:

- запрещение андеррайтерам, брокерам, дилерам и другим лицам, вовлеченным в первичное размещение ценных бумаг, а также аффилированным с ними покупателям вводить заявки на покупку, покупать соответствующие ценные бумаги в течение

специального, “ограничительного” периода времени”

Это запрещение относится не только к ценным бумагам, которые являются объектом первичного размещения, но и к связанным с ними бумагам (которые могут быть конвертированы, обменены или исполнены в форме поставки ценных бумаг, являющихся объектом первичного размещения). “Ограничительный период времени” определяется моментами установления цены первичного размещения, вступления участника в процесс первичного размещения, а также моментом выхода участника из этого процесса. Ряд первичных размещений выведен из-под действия рассматриваемого запрещения. В частности, выведены из-под запрещения **активно торгуемые ценные бумаги** (среднедневной объем сделок превышает 1 млн. долл. США). Причина – затраты на манипулирование их цен слишком высоки, чтобы идти на это, цены на такие бумаги, широко распространенные в качестве инструмента инвестиций, быстро корректируются рынком. Подобным исключением являются также **ценные бумаги, имеющие рейтинг** хотя бы одного национально признанного рейтингового агентства (долговые бумаги, привилегированные акции, облигации, обеспеченные активами). В данном случае эти бумаги торгуются более на основании их рейтинга и соответствующей доходности, что делает их трудно поддающимся манипулированию. Незапрещенные операции – **стабилизационные сделки** (см. выше), подготовка и рассылка **аналитической информации**, относящейся к “обычному ходу ведения бизнеса”, **исполнение опционов, варрантов, прав, конверсионных привилегий**, относящихся к ценной бумаге, являющейся объектом первичного размещения, **совершение сделок с корзинами ценных бумаг**, если размещаемая бумага составляет не более 5% стоимости корзины и в корзине не менее 20 ценных бумаг, и т.д.

- **запрещение эмитентам, а также аффилированным с ними покупателям** вводить заявки на покупку, покупать соответствующие ценные бумаги в течение специального, “ограничительного периода времени” в течение первичного

размещения указанных ценных бумаг (соответственно, существует список исключений из этого правила).

- **запрещение коротких продаж, имеющих связь с публичным предложением ценных бумаг.** Имеется в виду предупреждение коротких продаж ценной бумаги непосредственно перед первичным размещением с тем, чтобы короткие продажи были покрыты покупкой ценных бумаг у андеррайтера, при их первичном размещении. Подобные короткие продажи имеют манипулятивный характер, будучи способными привести к искусственному снижению цены первичного размещения.

3.5. Контроль за манипулятивной практикой и ответственность участников рынка.

Контроль за манипулятивной практикой осуществляется в рамках общего контроля за состоянием рынка ценных бумаг, возложенного на **федеральную Комиссию** по ценным бумагам и фондовым биржам (Securities and Exchange Commission), соответствующие комиссии и ведомства штатов, а также на саморегулируемые организации (ассоциации профессиональных участников, фондовые биржи). В качестве примера взята национальная ассоциация инвестиционных дилеров (NASD).

Законодательные основы для контроля определены Securities Act of 1933, Securities and Exchange Act of 1934, которые содержат нормы, запрещающие манипулятивную практику, нарушение которых, наряду с другими нормами, приводит в действие механизмы контроля за рынком.

В частности, **Комиссия по ценным бумагам и фондовым 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.

Национальная ассоциация инвестиционных дилеров в целях защиты прав инвесторов и в числе других своих регулятивных обязанностей осуществляет:

- наблюдение за рынками
- **расследование и применение мер принуждения** к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, включая физических лиц, за нарушение законодательства по ценным бумагам и правил НАСД, включая применение дисциплинарных и денежных санкций
- **арбитраж** по спорам, возникающим между инвесторами и профессиональными участниками рынка, а также между профессиональными участниками
- содействие органам юстиции в ведении криминальных дел по поводу нарушений в области ценных бумаг.

В частности, НАСД при выполнении своих надзорных функций:

- осуществляет мониторинг трейдинга, поиск операций, совершенных с нарушениями требований закона. Имеется в виду совершение инсайдерских сделок, сделок с использованием непублично известной информации, трейдинг, предназначенный для манипулирования цен, и др. Процесс мониторинга должен дать также уверенность в том, что заявки клиентов вводятся в систему и исполняются в соответствии с правилами, отчетность о совершении сделок своевременная, маркет-мейкеры признают свои котировки, ни одна из сторон не является доминирующей над рынком или контролирующей рынок, ценные бумаги не подвергаются “паркингу”
- в связи с развитием опционных и фьючерсных рынков усилились **возможности манипулирования ценами базовой ценной бумаги, используя рынки срочных инструментов**. В этой связи несколько саморегулируемых организаций сформировали Intermarket Surveillance Group (группа по межрыночному наблюдению) с тем, чтобы создать постоянный обмен информацией и координировать усилия по выявлению кросс-рыночного манипулятивного трейдинга
- **автоматическое наблюдение за рынком**. С этой целью используются системы автоматического контроля в рамках NASDAQ- StockWatch Automated TrackingSM (SWATSM) 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, инвесторы, которые могли бы быть особо заинтересованы, фирмы, которые имеют особый интерес к покупке и продаже этих акций, необъявленные корпоративные события и мнение эмитентов о необычной активности). Кроме того, компьютерная база позволяет воссоздать временной график и последовательность каждой сделки по каждой ценной бумаге (что является критически важным для расследований). В течение обычного года NASDAQ-StockWatch создает примерно 7800 “сигналов тревоги”, из которых следует примерно 165 официальных расследований в течение года.

- автоматический контроль дополняется **проверками профессиональных участников рынка на местах** (проверка торговой практики, честности работы с клиентами, своевременности и точности отчетности по сделкам, выявление нарушений правил NASD, SEC и требований федерального законодательства). В частности, при проверке торговой практики оцениваются:

рекомендации клиентам, их неискаженность в результате конфликта интересов;

заключение сделок, без получения должных полномочий от клиентов;

справедливость комиссий;

наличие излишней активности по клиентским счетам;

мошенничество и манипулирование ценами.

- раскрывает информацию о нарушениях, поддерживая базу данных об индивидуальных нарушениях (NASD’s Central Registration Depository), доступную для регулятивных органов федерального и штатного уровня.

Организационная структура контроля. В 1996 г. NASD учредила дочернюю компанию NASD Regulation, Ink. с тем, чтобы отделить функции нормотворчества и контроля от оперативного руководства рынком.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

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.

На Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) проводилась работа по формированию инфраструктуры биржевого рынка ценных бумаг и была приобретена и инсталлирована система надзора, основанная на современных технологиях, позволяющая в режиме реального времени аналитикам ММВБ отслеживать все параметры поданных заявок и сделок, происходящих в торговой системе. Эти исследования позволили зафиксировать и затем классифицировать ряд случаев, ознакомившись с которыми, западные эксперты подтвердили, что все они относятся к нарушениям. Но, при отсутствии в законодательстве РФ соответствующего закона, не может быть принято решение на официальном уровне, квалифицирующее данный конкретный случай как манипулирование.

Регулирование рынков в развитых странах происходит по-разному. В Англии и Америке специалист, занимающийся расследованием факта манипулирования и инсайдерской торговли, может на основании имеющихся у него по факту нарушений данных сообщить об этом судье и в течение часа будет вынесен ордер на приостановление деятельности компании, ее счетов и движений всех ценных бумаг. В Германии регулирование рынка осуществляется на основе кодексной системы прав и весь рынок жестко регулируется государством. Большой вклад в область контроля и надзора на рынках вносят саморегулируемые организации. В частности, в США в результате

раскрытия фактов манипулирования в системе NASDAQ, Американская комиссия по биржам и ценным бумагам обязала Национальную ассоциацию по ценным бумагам (владельца NASDAQ) выделить 100 млн. долларов для укрепления системы организации внутреннего надзора за операциями участников рынка.

В России тоже была создана рабочая группа по вопросам контроля за манипулированием ценами под эгидой Национальной Ассоциации Участников Фондового Рынка (НАУФОР), куда вошли представители НАУФОР, регулирующих органов, специалисты ФКЦБ, банка России, ММВБ, ФТС и МФБ. Главной задачей этой группы являлась разработка нормативного документа, который на первом этапе, возможно, будет внутренним документом НАУФОР, где будут даны определения, что же является манипулированием, какие действия должны быть запрещены к использованию членами НАУФОР, как взаимодействовать с организаторами торговли и обмениваться с ними информацией, какие совместные дисциплинарные акты могут быть приняты по отношению к манипуляторам на рынке.

Однако, в целом в России система гражданской ответственности еще не ориентирована на финансовые злоупотребления и сегодня невозможно получить решение гражданского суда по факту манипулирования.

И хотя и существует мнение, что сегодня нет острой необходимости на нашем рынке вводить жесткие меры, пресекающие манипулирование, хорошо организованные службы надзора и контроля сделают его доступным и привлекательным для более широкого круга наших и иностранных участников, сделают его более прозрачным, справедливым, а, следовательно, цивилизованным.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Федеральный закон Российской Федерации О рынке ценных бумаг: принят Государственной Думой 20.03.96 г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96 г. N39-ФЗ// Журнал для акционеров. – 1996. – N 6. – С. 17-23; Экономика и жизнь. – 1996. N 20. – С. 16-22.

Рынок государственных ценных бумаг//Коммерсантъ-DAILY. -1996. -N75.

Рынок государственных ценных бумаг//Коммерсантъ-DAILY. -1996. -N76.

Рынок государственных ценных бумаг//Коммерсантъ-DAILY. -1996. -N78.

И. Кошкина. На пути к цивилизации//Финансист. -1997. -N 5/6, С.40-41.

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

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

Securities and Exchange Commission, Administrative proceedings, File No. 3-9180.

Norman S. Roser. International Securities Regulation. -Boston, Little, Brown and Company, 1991.

Securities Regulation in the United States, 3rd edition, <http://www.nasd.com>.

The NASDAQ Handbook. -Chicago, Probus Publishing Company, 1992.

SEC. Release No 37538, August 8, 1996. Administrative Proceeding, File No 3-9056.

SEC. Release No 37925, November 6, 1996. Administrative Proceeding, File No 3-9180.

SEC. Release No 39155, September 30, 1997. Administrative Proceeding, File No 3-9459.

Special NASD Notice to Members 97-55.

ПРИЛОЖЕНИЯ