

ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

Кафедра фондового рынка и финансового менеджмента

РЕФЕРАТ

На тему:

«Модель выявления манипулятивных сделок в условиях российского фондового рынка».

Автор: Пряничников Д.В.

Научный руководитель: профессор Берзон Н.И.

Москва 2001

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение

ГЛАВА I. Анализ теоретических подходов к определению манипулирования ценами на финансовых рынках

- 1.1. Гипотеза эффективности рынка и манипулирование ценами
- 1.2. Экономическая природа и юридическое содержание понятия «манипулирование ценами», цели манипулирования
- 1.3. Характеристика основных видов манипулятивных сделок
 - 1.3.1. Основные виды манипулятивных сделок
 - 1.3.2. Манипулирование на вторичном рынке
 - 1.3.3. Манипулирование на первичном рынке (в сочетании с действиями на вторичном рынке)

ГЛАВА II. Теоретические основы и методика выявления манипулятивных сделок в зарубежных странах

- 2.1. Законодательные меры по устранению манипулятивных практик в странах Европы и США
- 2.2. Автоматизированные системы надзора за рынком

ГЛАВА III. Применение моделей выявления манипулятивных сделок в России

- 3.1. Построение моделей выявления манипулятивных сделок на российском рынке
- 3.2. Анализ практики манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг и построение модели их выявления
- 3.3. Законодательное регулирование манипулятивных сделок в РФ и предложения по его совершенствованию.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

ПРИЛОЖЕНИЯ

ВВЕДЕНИЕ

Основной функцией фондового рынка является перераспределение финансовых ресурсов, трансформация сбережений в инвестиции. Рынок может эффективно выполнять эту функцию при условии честного ценообразования, равенства участников торговли в части равных возможностей принятия решений, которые основываются на открытости и общедоступности информации о рынке, равных возможностей влияния на формирование цен.

Таким образом, естественное ценообразование на рынке ценных бумаг, биржевом и внебиржевом, является базовым условием его нормального функционирования, устойчивого состояния и развития. Игра участников рынка на естественных колебаниях спроса и предложения (обеспечение ими ликвидности рынка с принятием на себя дополнительных рисков) способствует их сглаживанию, сбалансированности рынка и формированию адекватных, соответствующих экономической ситуации фондовых активов - ценных бумаг и срочных инструментов.

Необходимым условием формирования такой естественной равновесной цены является свободная конкуренция контрагентов сделки; механизм такой конкуренции - конкурентный рынок. Поэтому большую опасность представляет манипулирование ценами, так как направленное воздействие на рынок нарушает стабильность рынка, ведет к его "раскачиванию", образованию искусственных цен и возникновению экономических диспропорций, а также получению необоснованной прибыли (за счет введения в заблуждение других субъектов рынка), наносит ущерб его участникам и третьим лицам.

В западных странах эта опасность была осознана достаточно давно (например, в США проблема регулирования манипулятивных сделок была отражена в законах о биржах и биржевой деятельности еще в 1933 и 1934 годах). Кроме законодательного регулирования была наработана большая практика надзора за рынком, расследований, доказательств и судебных решений по случаям манипулирования ценами на фондовом рынке.

В России же осознание необходимости регулирования и надзора за манипуляциями начало проявляться только в последнее время и в законодательном плане было сделано ничтожно мало. Вместе с тем отсутствие проработанной системы регулирования создает дополнительные внутренние риски российского рынка ценных бумаг наряду с имеющимися серьезными внешними факторами (политическая нестабильность, слабость законодательной базы, защищающей интересы инвесторов, недостаточная развитость инфраструктуры, макроэкономические ограничения и т.д.)

Манипулятивные сделки можно отследить с помощью автоматизированных систем надзора, которые используют методы статистического анализа и математического моделирования. Данные модели позволяют не только выявить случаи манипулятивных сделок, но и проанализировать косвенные связи между событиями происходящими на рынке, оценить последствия манипулирования и степень его влияния на формирования цен на биржевые активы.

Соответственно целью написания данной работы является обобщение теоретических материалов по манипулированию ценами, обзор зарубежной практики регулирования этой проблемы, рассмотрение проблем российского рынка и выработка подходов к построению математических моделей, позволяющих выявлять и оценивать манипулятивные сделки на российском рынке.

ГЛАВА I. Анализ теоретических подходов к определению манипулирования ценами на финансовых рынках

1.1. Концепция эффективности рынка и манипулирование ценами

Концепция эффективности рынка занимает исключительно важное место как в финансовой теории, так и в практике. Это объясняется важностью определения цен на финансовые активы, которые определяются на основе будущих платежей по данным активам. Абсолютно эффективным можно назвать рынок, на котором цена на каждую ценную бумагу всегда равна ее инвестиционной стоимости, то есть стоимости бумаги в данный момент с учетом перспективной оценки уровня цены спроса на нее и доходов по ней в будущем.

Также степень эффективности рынка определяется доступностью информации, на основании которой можно оценить инвестиционную стоимость.

Различают три степени эффективности:

Степень эффективности рынка

Слабая (weak)

Средняя (semistrong)

Сильная (strong)

Информация, которой оперирует рынок

Информация о прежних ценах на ценные бумаги

Вся общедоступная информация

Вся информация для общего пользования и частная

В 50-е - начале 60-х годов зародились два течения экономической мысли, предопределившие формирование концепции эффективности рынка. Во-первых, Саймон (Simon) предложил концепцию "ограниченной рациональности" и, во-вторых, Мут (Muth) разработал идею "рациональных ожиданий". Теория ограниченной рациональности предполагает, что лица, принимающие решения в сложной ситуации, используют простые правила (эвристики), которые могли бы быть оптимальными в упрощенной ситуации. В качестве примера можно указать популярные правила основанные на отношении цены к доходам.

Мут, с другой стороны, сосредоточил внимание на взаимодействии между фактическими значениями экономических показателей и их прогнозами, которые, определяя индивидуальные решения, тем самым влияют на прогнозируемые величины. Он заключил, что в равновесии должна иметь место определенная согласованность, что привело его к следующей гипотезе:

"Кажется естественным предположить, что ожидания, которые суть предсказания будущих событий, основанные на текущей информации, в основном совпадают с предсказаниями соответствующей экономической теории. Мы назовем такие ожидания "рациональными", хотя понимаем, что нашу чисто описательную (дескриптивную) гипотезу могут принять за нормативное положение о том, как фирмы должны поступать"

Другими словами, Мут предположил, что трейдеры ведут себя так, как если бы прогнозы их относительно экономических показателей (например цен) формировались в точности так же, как эти показатели в действительности формируются в экономике.

Точное описание гипотезы рациональных ожиданий можно получить, построив модель спроса и предложения на финансовом рынке. В целях упрощения рассмотрим однопериодную экономику. Как и модели CAPM, обозначим через S - набор возможных состояний мира, а через $x_j(s)$ - доход фирмы j в состоянии s . Если $x_j(s)$ - стоимость фирмы в конце периода в состоянии s , то какова ее равновесная цена в начале периода? Предположим, что имеется n инвесторов, и пусть U^i означает функцию полезности инвестора i , определенную относительно капитала на конец периода (W).

Информированность участников определяется следующим образом. Если истинным состоянием является состояние s , то инвестор i знает только, что произошло событие $E^i(s)$.

$E^i(s)$ является подмножеством множества S . Если $E^i(s) = \{s\}$, то инвестор i обладает точной информацией. Если $E^i(s) = S$, то инвестор не обладает никакой информацией. В общем случае можно ожидать, что в отношении информированности инвесторы занимают некоторое промежуточное положение. Важный случай возникает, если $E^i(s) \neq \{s\}$ для всех i ,

но $\cap_i E^i(s) = \{s\}$. В этом случае ни один из инвесторов не обладает точной информацией, но рынок в целом точной информацией обладает.

Пусть $\pi(t)$ - априорная вероятность состояния t . После того, как инвестор i получает информацию $E^i(s)$, он может переоценить вероятности согласно формуле Байеса:

$$\pi(t|E^i(s)) = \begin{cases} 0, & \text{если } t \notin E^i(s) \\ \frac{\pi(t)}{\pi(E^i(s))} & \text{если } t \in E^i(s) \end{cases}$$

Далее, если следовать обычной схеме описания спроса на финансовые активы, выбор каждым инвестором i набора a_j акций фирмы j и безрисковых вложений C будет рассматриваться как решение задачи максимизации ожидаемой полезности:

$$\sum \pi(t|E^i(s))U^i(W^i(t)) \rightarrow \max$$

при условии:

$$W^i(t) = \sum a_j x_j(t) + rC \text{ для любого } t$$

$$\sum a_j p_j + C = W^i_0$$

Здесь U^i - функция полезности инвестора i , первое ограничение есть определение капитала на конец периода в состоянии t , второе ограничение - финансовый баланс. Через r обозначен безрисковый процент плюс единица, p - цены.

Решение задачи определяет спрос инвестора i на акции фирмы j - это решение обозначим $a_j^i(p; E^i(s))$. Решение является функцией как цен, так и информированности инвестора. Решив задачу нахождения цен, выравнивающих спрос и предложение, получим вектор цен, как функцию информированности всех инвесторов на рынке: $p(E^1(s), \dots, E^I(s))$

При этом можно предположить, что решение не будет выполняться при условии неравенства инвесторов в обладании информацией, другими словами рынок будет неэффективным, то есть таким, на котором цена формируется не как равновесная цена, под воздействием спроса и предложения.

Также нужно отметить, что при принятии решения инвестор использует не только экономическую информацию ($E^i(s)$), но и наблюдаемый вектор цен, то есть, другими словами, изменение цен под воздействием нерыночных факторов, таких, например, как манипулирование приводит к неэффективности рынка.

1.2 Экономическая природа и юридическое содержание понятия «манипулирование ценами», цели манипулирования

После того как мы определили понятие эффективности рынка, и предположили, что угрозу эффективности представляет неравенство информированности участников, а также нерыночные факторы, такие как манипулирование ценами, необходимо определить, что же стоит понимать под данным понятием.

Прежде всего нужно отметить, что существуют различные подходы к определению манипулирования. С юридической точки зрения манипулирование ценами относят к недобросовестным практикам ведения бизнеса на рынке ценных бумаг, в том числе к такому понятию, как биржевые правонарушения. При этом следует помнить, что в рассматриваемую категорию, помимо прочих, входят всевозможные нарушения, непосредственно или косвенно связанные с биржевой деятельностью (т.е. необязательно совершенные в процессе самой биржевой деятельности), а также нарушения не только нормативных актов, но и биржевых обычаев.

Существуют также экономические подходы к определению манипулирования, характеризующие его с точки зрения воздействия на цену.

В частности, в учебнике Тьюлса «Фондовый рынок» манипулирование определяется как «...искусственное контролирование курсов ценных бумаг; по своей сути оно является попыткой продавать ценные бумаги по ценам выше или ниже тех, которые бы установились в результате нормального воздействия соотношения предложения и спроса. Манипулятор при этом старается получить прибыль или, наоборот, избежать убытков путем установления фиктивных цен, как правило за счет инвесторов. Некоторые манипуляции даже сейчас

остаются вполне законными. Конституирующей характеристикой деятельности, называемой манипулированием, является искусственный контроль за ценами, а не его противозаконность.»¹

Близкое к данному определение можно найти и в Ballentine's Law Dictionary: Манипулирование ценами (price manipulation)- искусственный контроль за ценами или их стабилизация на основе пуловых соглашений или иных совместных предпринимательских действий.²

Другой словарь дает определение манипулированию ценами как серии сделок, включающие покупку и продажу ценной бумаги с целью создания фальшивой или вводящей в заблуждение видимости активной торговли или с целью поднять или понизить цену с тем, чтобы побудить других участников рынка к покупке или продаже данной ценной бумаги.³

Определение манипулирования дается также в постановлениях зарубежных и отечественных регулирующих органов, в частности, по определению Комиссии по ценным бумагам и биржам США под манипулированием рынком подразумеваются «любые действия, направленные на создание ложных ценовых ориентиров».⁴

В российском законодательстве определение манипулирования нашло косвенное отражение в абз.11 ст.18 Закона РФ "О товарных биржах и биржевой торговле": "В правилах биржевой торговли должны быть определены... меры по контролю над процессом ценообразования на бирже в целях недопущения резкого дневного повышения или понижения уровней цен, искусственного завышения или занижения цен, сговора или распространения ложных слухов с целью воздействия на цены".⁵ Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (п.2 ст.51) содержит несколько иную формулировку: "Профессиональные участники рынка ценных бумаг не вправе манипулировать ценами на рынке ценных бумаг...", к которой примыкает также положение о недопустимости понуждения "к покупке или продаже ценных бумаг путем предоставления умышленно искаженной информации о... ценах на ценные бумаги...".⁶

Цели манипулирования

С точки зрения экономической науки цели манипулирования определяются в зависимости от желаемого конечного результата. Выделяют три общих цели:

- **повышение цены:** Манипулятор способствует повышению курса ценных бумаг, а затем продает их покупателю по возросшей цене.
- **стабилизация цен:** Конечным результатом стабилизации обычно бывает то, что ценные бумаги продаются по ценам, лучше тех, что установились бы естественным путем. Необходимость стабилизации часто возникает при первичном размещении нового выпуска; подобная практика разрешена Комиссией по ценным бумагам и биржам США при условии полного информирования инвесторов о том, что гаранты размещения используют этот метод для поддержания цены.

¹ Тьюлс Р, Брэдли Э., Тьюлс Т., «Фондовый рынок» - 6-е издание: перевод с английского – Москва, Инфра-М, 1997г., стр.366

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

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

⁴ Уваров О., Фомина Л. «Мошенничество, манипуляции и другие правонарушения с ценными бумагами» Рынок ценных бумаг №16,1999г. стр.15

⁵ Закон РФ от 20 февраля 1992 г. N 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле" (с изм. и доп. от 24 июня 1992 г., 30 апреля 1993 г., 19 июня 1995 г.) - справочно-правовая система «Гарант»

⁶ Федеральный Закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (с изм. и доп. от 26 ноября 1998г., 8 июля 1999г.) справочно-правовая система «Гарант»

⁷ ФКЦБ России Постановление №49 от 16 ноября 1998г. «Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг» - Вестник ФКЦБ России №11(25) 1998г.

- **Снижении цены:** Подобное манипулирование встречается довольно редко, исключение составляет деятельность так называемых «медведей-налетчиков», стремящихся извлечь прибыль путем совершения «коротких» продаж (без покрытия).⁷

Также существуют прочие ситуации, в которых возникает стремление к манипулированию ценами:

- собственник владеет крупным блоком акций и желает «сбросить его» по более высоким ценам;
- андеррайтер, выкупивший при неполном первичном размещении нерезализованную часть акций и желающий сбывать их;
- залогодатель, стремящийся повысить оценку заложенного имущества в форме ценных бумаг;
- заинтересованное в компании лицо, стремящееся воздействовать на успех или неуспех тендерного предложения;
- 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)⁸

1.3. Характеристика основных видов манипулятивных сделок.

1.3.1 Основные виды манипулятивных сделок

Можно выделить различные виды манипулирования. Их достаточно сложно классифицировать, поскольку существует слишком много форм и методов воздействия на цены, однако наиболее часто выделяют следующие три классических вида манипулирования:

- «продажи-стирки» (мокрые продажи, wash sales);
- корнеры;
- операции пулов;

«Продажи-стирки» - самая ранняя форма манипулирования. Корнеры были преимущественно распространены в XIX столетии. Операции пулов были типичны для 20-х г.г. нынешнего столетия и предполагал использование почти всех известных методов и механизмов манипулирования.⁹

К настоящему времени, под определение «манипулирование ценами», данное Комиссией по ценным бумагам и биржам США подпадает более 20 различных операций с акциями. Наиболее распространенными из них являются:

- заключение большого количества сделок с акциями по котировкам, отличным от средних по рынку;
- неоправданное повышение (понижение) цен с последующей продажей (скупкой) ценных бумаг;
- искусственное завышение объемов торгов путем покупки и моментальной продажи акций без перерегистрации прав собственности;
- сосредоточение большого количества акций одного эмитента у одной или группы компаний, в результате которого мелкие спекулянты вынуждены выкупать эти акции для закрытия позиции по завышенной цене.¹⁰

⁷ Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. «Фондовый рынок» -6-е издание : перевод с английского- Москва, Инфра-М, 1997 г. стр. 367

⁸ Миркин Я.М. Материалы к лекциям по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

⁹ Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. «Фондовый рынок» -6-е издание : Москва, Инфра-М, 1997 г. стр. 367

¹¹ Уваров О., Фомина Л. «Мошенничество, манипуляции и другие правонарушения с ценными бумагами» Рынок ценных бумаг №16, 1999г стр.15

Наиболее полная классификация видов манипулятивных сделок приводится в лекциях д.э.н., профессора Финансовой академии при Правительстве РФ Я.М. Миркина:

1) Манипулирование на вторичном рынке (базовых и срочных инструментов)

- «мокрые продажи» (wash sales), в т.ч. на основе **спаренных ордеров** (matched orders)
- **корнер**, «угол» (corner)
- **пул** (pool)
- **манипулирование, осуществляемое одним лицом**
- **прочие методы**

**2) Манипулирование, осуществляемое на первичном рынке
(в сочетании с действиями на вторичном рынке)**

- **запрещенные практики**
- **стабилизация**¹¹

1.2.2. Манипулирование на вторичном рынке

«Мокрые продажи». (продажи-стирки) Это одна из самых ранних форм манипулирования. По своей сути они являются псевдопродажами; никакого перехода прав собственности здесь не происходит. Этот термин охватывает несколько методов манипулирования, которые не ведут к смене собственника. Приведем примеры:

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

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

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

Следующий метод заключался в том, что муж совершал «мокрую продажу» своей жене, часто для того, чтобы конституировать убыток, учитываемый при налогообложении. В прошлом этот метод активно использовали высокопоставленные лица в США для ухода от налогов.

Подобные сделки с давних пор считаются незаконными, фондовые биржи запретили их еще в прошлом веке.¹²

Корнеры («углы»)

Корнер – это спекулятивная ситуация на рынке, когда значительная часть акций оказывается в руках одного лица или группы взаимосвязанных лиц, и продавцы без покрытия не могут приобрести данные акции у кого-либо, кроме как у этого лица. В основе корнера лежит рост цен в связи с естественными причинами или искусственным манипулированием. По мере того, как курс акций повышается, они все больше становятся объектом продаж без покрытия со стороны спекулянтов, которые считают, что в настоящий

¹¹ Миркин Я.М. Материалы к лекциям по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

¹¹ Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. «Фондовый рынок» -6-е издание : перевод с английского- Москва, Инфра-М, 1997 г. стр. 367

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).¹³

Корнеры, в свою очередь, делятся на две группы:

- **манипулятивные корнеры** (manipulative corners)
- **естественные корнеры.**

Пулы

Пулом называется временное объединение двух или более лиц с целью совместного проведения операций с ценными бумагами, имеющей характер манипуляции. Каких-либо особых причин, по которым манипулирование может производиться только пулами не существует; многие манипуляции такого рода осуществлялись весьма успешно одним человеком. Но возможность объединения капитала, навыков в совершении сделок, опыта и связей с корпорациями в рамках общего предприятия является столь привлекательным, что пулы стали типичной формой организации манипуляторов 20-х годов.

Пулы можно разделить на две основные группы:

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

1.3.3. Манипулирование, осуществляемое на первичном рынке (в сочетании с действиями на вторичном рынке)

Запрещенные практики манипулирования:

Описание таких практик наиболее полно проработано в США, Комиссией по ценным бумагам и биржам, которая выделяет следующие запрещенные виды манипулирования:

- **Выставление заявок на покупку, покупка размещаемых ценных бумаг в течение специального, «ограничительного периода времени», осуществляемое андеррайтерами, брокерам, дилерам и другим лицам, вовлеченным в первичное размещение ценных бумаг, а также аффилированным с ними покупателям**
- **Короткие продажи, связанные 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, так как привести к искусственному снижению цены первичного размещения.
- **Выставление заявок на покупку, покупка размещаемых ценных бумаг эмитентами, а также аффилированными с ними покупателями в течение специального, «ограничительного периода времени» в течение первичного размещения указанных ценных бумаг (соответственно, существует список исключений из этого правила)**
 - **незапрещенные операции- стабилизационные сделки, 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**

¹³ Миркин Я.М. Материалы к лекциям по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

¹⁵Тьюлз Р.,Брэдли Э.,Тьюлз Т. «Фондовый рынок» -6-е издание : перевод с английского- Москва, Инфра-М, 1997 г. стр. 368

ценных бумаг, если размещаемая бумага составляет не более 5% стоимости корзины и в корзине не менее 20 ценных бумаг, и т.д.¹⁴

Разрешенные практики манипулирования на вторичном рынке (регулируемая стабилизация цен) в ходе первичного размещения ценных бумаг.

В том случае, если первичное размещение ценных бумаг базируется на фиксированных ценах и твердых обязательствах андеррайтеров по выкупу эмиссии, 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;
- может быть направлена, на самом деле, не на улучшение результатов первичного размещения (что может быть необходимым), а, используя последнее как предлог, на получение прибылей от манипулирования на вторичном рынке.¹⁵

¹⁴ Securities and Exchange Commission, Release No. 1039; File No. S7-11-96. Anti-manipulation Rules Concerning Securities Offerings/
www.sec.gov/

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

ГЛАВА II Теоретические основы и методика выявления манипулятивных сделок в зарубежных странах

2.1. Меры по устранению манипулятивных практик в странах Европы и США Законодательное регулирование манипулятивных сделок в США

Первые случаи манипулятивных сделок были зафиксированы еще в XIX веке, богатом на войны и революции, что способствовало расцвету биржевых спекуляций. Именно в этот период на Английской бирже совершилась знаменитая биржевая манипуляция, обогатившая Н. Ротшильда более чем на 1 миллион фунтов стерлингов. Вовремя пущенный слух о разгроме англичан при Ватерлоо вызвал на бирже снижение курса государственных ценных бумаг, в продаже которых на глазах у всех участвовал и сам Ротшильд. В то же время его тайные агенты скупали государственную ренту.¹⁶

В США манипулятивные практики получили наибольшее распространение в конце XIX - начале XX века. Рост рынка ценных бумаг и отсутствие регулирования со стороны государственных органов в то время привел к расцвету махинаций и манипуляций с ценными бумагами. Широкое распространение получили такие практики, как "мокрые продажи" (wash sales), сделки на основе связанных ордеров (matched orders), корнеры (corners) и пулы. Итогом данных махинаций стал биржевой крах 1929 года, после которого в США была создана достаточно эффективная система регулирования, позволяющая свести к минимуму риски манипуляций.

Основной массив правил и норм, регулирующих манипулятивную практику, содержится в Законе о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933) и Законе о фондовых биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934).

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

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

В соответствии с данным разделом незаконным признается:

- использование любого инструмента, схемы или трюка для совершения обмана;
- получение денег или имущества посредством любого ложного заявления о материальном факте или сокрытия материального факта, когда такое заявление должно быть сделано в свете сложившихся обстоятельств;
- вовлечение в любую сделку, практику, процесс бизнеса, операции которые ведут или могут привести к мошенничеству или обману покупателя.

Также незаконным признается публикация, предоставление публичности или размещение любых уведомлений, циркуляров, рекламных объявлений, газет, статей, писем, инвестиционных услуг или коммуникационных сообщений, которые, хотя и не предлагают купить определенную ценную бумагу, но дают ей характеристику за вознаграждение, полученное или которое может быть получено, прямо или косвенно, от эмитента,

¹⁶ Ческидов Б.М. "Развитие банковских операций с ценными бумагами" М., 1997 г., стр. 48

андеррайтера или дилера, без полного раскрытия факта вознаграждения, в прошлом или будущем, и, соответственно, суммы вознаграждения.¹⁷

Возвращаясь к рассмотрению Закона 1934 г., необходимо отметить, что помимо общего запрещения манипулирования и запрещения конкретных практик, отдельно рассматриваются действия профессиональных участников, влияющие на колебания рынка. Это Статья h) Раздела 9, которая называется : "Ограничения практик, влияющих на волатильность рынка." В данной статье на Комиссию по ценным бумагам и биржам возлагается ответственность по предписанию средств, направленных на воспрепятствование манипулированию ценами на рынке акций или значительном его сегменте; запрещению или ограничению в течение периодов высокой волатильности рынка любой торговли по покупке или продаже акций или связанных с ними ценных бумаг, которая, в соответствии с определениями Комиссии имеет значительное влияние на высокий уровень колебаний рынка а также непосредственно вызывает такие колебания и угрожает поддержанию справедливого рынка.¹⁸

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

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

Основными функциями Национальной ассоциации являются :

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

При рассмотрении зарубежной практики регулирования необходимо отметить, что действенная система регулирования позволяет существенно снизить риски рынка ценных

¹⁷ Securities Act of 1933/ Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law – www.law.uc.edu/

³² Securities Exchange Act of 1934 Section 10 Regulation of the use of Manipulative and Deceptive Devices/ Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law – www.law.uc.edu/

¹⁷ Securities Exchange Act of 1934 Section 15 / Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law – www.law.uc.edu/

бумаг и тем самым повысить его привлекательность. К примеру, до начала 90-х годов в германском законодательстве не существовало ясных ограничений на манипулирование ценами и инсайдерскую торговлю. Ситуация изменилась после внесения соответствующих поправок в Законы об операциях с ценными бумагами и о биржевой деятельности в июле 1994 г. С начала 1995 г. на германских фондовых рынках начался быстрый рост сводного индекса деловой активности DAX, что, по мнению аналитиков, вызвано притоком международных капиталов, обусловленным законодательной защитой инвесторов от рисков, связанных с манипулированием ценами и другими нарушениями.¹⁹ Другими словами, путем законодательных изменений, ограничивающих правонарушения на рынке ценных бумаг можно добиться повышения ликвидности рынка.

2.2. Автоматизированные системы надзора за рынком ценных бумаг.

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

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

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

Системы генерации сигналов о необычных ситуациях на торгах могут быть созданы с использованием трех основных технологий: в основе выявления манипулятивных сделок помимо системы законодательного регулирования лежат автоматизированные системы надзора за рынком. Остановимся подробнее лишь на основных принципах лежащих в основе данных моделей

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

подразделений надзора на Австралийской, Франкфуртской и ряде других известных фондовых бирж.²⁰

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

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

В настоящее время действующая автоматизированная система надзора на Нью-Йоркской фондовой бирже носит название ICASS - Integrated Computer Assisted Surveillance System. Она включает в себя два основных модуля: ISIS - Intermarket Surveillance Information System - информационная система регистрирующая все сделки на важнейших фондовых рынках США, с указанием нестандартных ценовых и объемных отклонений и ASAM - Automated Search and Match – база, содержащая данные о более чем 800 000 руководителей и должностных лиц из 110 000 компаний и филиалов, включая также внешних юристов и аудиторов. В рамках ICASS информация, поступающая из двух подсистем, интегрируется для получения вероятностной оценки того, что необычное поведение финансового инструмента обусловлено инсайдерской торговлей или манипулированием ценами. В разработке системы участвовали внешние консультанты из ведущих американских университетов, среди которых были лауреаты Нобелевской премии.²¹

²⁰ Э.Астанин, В. Салахутдинов "Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт" Рынок ценных бумаг №6, 1999г.

²¹ "ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг", Банковское дело в Москве, № 4 (40) Апрель 1998 г.

Как упоминалось выше, помимо системы генерации сигналов специалисты служб надзора располагают информационно-аналитическим инструментарием, используемым для первичного анализа нестандартных ситуаций, возникших на торгах. Обычно для этих целей применяется широкий спектр средств визуализации, а также пакеты статистического анализа и различные информационные базы данных.

Также одной из самых передовых систем автоматического надзора за рынком является система SMARTS (Security, Market, Automated, Research, Training & Surveillance), созданная в Австралии. Первоначальная идея создания данной системы принадлежит Профессору Майклу Айткелу из Сиднейского Университета. Программа впоследствии была доработана при участии трех программных инженеров, Доктора Тима Купера, Доктора Питера Флетчера и Г. Томаса Джонсона и при материальной поддержке Computershare Ltd., австралийской компания, специализирующейся на разработке программных продуктов.

Вначале SMARTS использовался в исследовательских лабораториях Сиднейского Университета группой под руководством Профессора Майкла Айткелена. Группа состояла из нескольких аспирантов, технического персонала и двух внешних консультантов (Доктор Тим Купер и Г. Томас Джонес). Первоначально эта система использовалась как инструмент ускорения производительности работы аспирантов, сокращая утомительные задачи по обработке и организации данных. После внедрения системы время на обработку данных стало занимать всего 20% общего времени, позволяя больше уделять внимания исследовательской работе. Одним из важнейших результатов исследований, проведенных с использованием системы SMARTS стал вывод о том, что традиционные объяснения финансовых рынков, в рамках так называемой Эффективной теории рынков не в состоянии должным образом объяснить, как на самом деле функционирует рынок ценных бумаг.

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

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

В то же время исследовательская группа разработала систему, позволяющую повторно воспроизводить ход торгов на рынке (направляя их вперед и назад, и на скорости индивидуального пользователя), в результате существенное количество представлений было добавлено к программе (система REPLAY). Отвечало за эти функции часть программного обеспечения названного SPREAD, название произошедшее от термина спрэд между ценой покупки и продажи (bid-ask spread). Принимая во внимание то, что REPLAY описывала рынок в долях секунды в реальном времени, SPREAD дал пользователю возможность воспроизводить отдельные части торгов и по расширенным периодам времени (дни, недели, месяцы, годы).

В 1996 исследовательская группа заключила союз с Computershare Ltd., который привел к тому, что система SMARTS перестала восприниматься как исследовательский и обучающий инструмент и стала инструментом наблюдения и надзора за рынком. Начиная с этого времени были разработаны основные 11 модулей автоматизированной системы SMARTS.²²

²² SMARTS - software for surveillance/ www.smarts.com

²² SMARTS - software for surveillance/ www.smarts.com

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

ГЛАВА III Применение моделей выявления манипулятивных сделок в России

3.2. Построение моделей выявления манипулятивных сделок на российском рынке

Проанализировав систему регулирования и выявления манипулятивных практик в зарубежных странах, на основе обобщенных данных можно приступить к построению комплексной модели по предотвращению манипулирования на российском рынке. Для построения данной модели необходимо прежде всего проанализировать степень эффективности российского рынка ценных бумаг.

Как уже отмечалось ранее, в первой главе, эффективность рынка нарушается тогда, когда участники рынка не обладают равной информацией, а также когда ценовая информация искажается нерыночными факторами. То есть можно предположить, что если построить равновесную модель при рациональных ожиданиях в соответствии с формулировкой гипотезы рациональных ожиданий применительно к определенному сектору российского фондового рынка, то будет невозможно решить задачу нахождения цен, выравнивающих спрос и предложение, или вектор цен, как функцию информированности всех инвесторов на рынке: $p(E^1(s), \dots, E^1(s))$

Можно также предположить, что невозможность построения равновесной цены вытекает из неравенства в обладании информацией на российском рынке, а так же из-за неравенства возможностей влияние на цену участниками рынка. Данное предположение вытекает из разделения участников на несколько условных групп:

- миноритарные акционеры
- частные инвесторы
- инсайдеры корпораций, обладающие крупными пакетами акций
- крупные инвестиционные банки и компании, выполняющие значительные заказы крупных иностранных институциональных инвесторов на операции с российскими ценными бумагами

Для подтверждения нашего предположения необходимо определить кто и как влияет на ценообразование на российском фондовом рынке. Для этого необходимо проанализировать структуру собственности на рынке российских акций, далее оценить операционные возможности каждой из групп участников (размеры собственных средств, наличие доступа к информации и т.д.), а также долю каждой из групп в объемах торгов акциями проходящих на ведущих площадках. Данные оценки будут конечно сделаны с достаточными допущениями, т.к. не вся информация является общедоступной.

На основе полученных результатов можно попытаться создать модель выявления манипулятивных сделок на российском рынке. данная модель должна учитывать степень влияния каждой из групп на цену, а также включать в себя статистический анализ изменения цен и зависимость изменения цен от изменения объемов. Т.к. одним из распространенных видов манипулирования является воздействие на рынок крупными объемами ценных бумаг, представляется возможным выявить данные сделки и с большой степенью вероятности указать какой группе участников рынка эти сделки принадлежат.

Ограничения на применение моделей:

- модель построить на основе выявления одного какого-нибудь вида манипулирования (например, воздействие на цену крупными объемами), т.к. выявить и доказать весь спектр манипулятивных сделок представляется невозможным
- не учитывать изменения связанные с объективными факторами, влияющими на цену: изменения американских индексов, макроэкономические показатели США, российские экономические, политические и корпоративные новости. (Определить степень влияния каждого фактора, и выявлять те периоды времени когда эти факторы не влияли, или не в должной степени влияли на цену, и на основе этих данных строить модель)

3.2. Анализ практики манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг и построение модели их выявления

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

Около 60% участников считают, что манипулирование ценами и инсайдерская торговля широко распространены на российском рынке ценных бумаг и что противодействие манипулированию ценами и инсайдерской торговле со стороны организаторов торговли, СРО и государственных регулирующих органов окажет положительное влияние на развитие российского рынка ценных бумаг (38 % считают, что положительный эффект возможен только если в рамках борьбы с манипулированием не будут введены жесткие ограничения на совершение операций с ценными бумагами).⁶⁵ (См приложение 1)

Тем не менее, несмотря на единодушные профессиональных участников, сходящихся во мнении о распространенности манипулирования, практически нет конкретных примеров таких случаев, доступных из открытых источников.

Пожалуй единственным описанным случаем, доступным из прессы, является пример манипулирования ценами на рынке ГКО: " 7 мая 1996г. в последние секунды торговой сессии одному из дилеров удалось существенно (примерно на 10 процентных пунктов) снизить средневзвешенную цену ГКО 24 выпуска. Как следствие, значительная часть участников срочного рынка МЦФБ и Российской биржи, оперировавшая контрактами на цену указанного выпуска, понесла убытки, составившие ориентировочно 2.5 млрд. руб. (неденоминированных)"²³

Однако достаточно трудно представить, что данный случай является единственным. Попытаемся это доказать.

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

Однако этого явно недостаточно. Попытаемся доказать на примере Российской Торговой Системы, что существуют предпосылки к манипулированию на данном рынке, обусловленные самим характером этой системы.

Если проанализировать данные об объемах подтвержденных сделок, заключенных в РТС за 1999 год, можно заметить, что при общем объеме сделок в 4 496 943 324\$, почти половина (44%) их приходится на пять участников торгов:

ИК НИКОйл (587 627 352\$), АТОН (401 879 985\$), Банк Кредит Свисс Ферст Бостон (343 074 227\$), Брансвик Варбург (233 151 134 \$), Флеминг ЮСБ (217 598 405\$) - всего в сумме (1 980 654 776\$). При этом на долю первых двух участников приходится 22% объема всех сделок (989 507 337\$). Другими словами, можно говорить об олигополистическом характере рынка РТС, что предполагает само по себе возможность установления искусственного контроля за ценами, то есть манипулирования.

Попытаемся более подробно рассмотреть ход торгов в РТС на основе архивных данных за 1999 год с тем, чтобы найти случаи, которые можно было бы отнести к манипулятивным, или, по крайней мере, нестандартным. Прежде всего, отберем временной

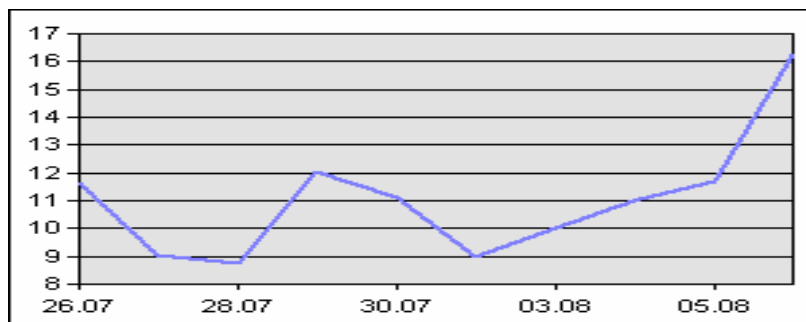
⁶⁵ Анкета 1999: оценки, прогнозы, комментарии/ www.naufor.ru

²³ "ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг", Банковское дело в Москве, № 4 (40) Апрель 1998 г.

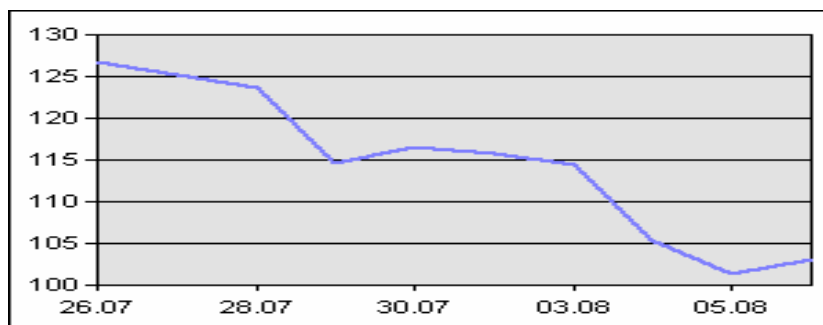
отрезок, на котором были значительные ценовые колебания, не обусловленные какими-либо объективными факторами (политические, макроэкономические и другие).

Под такие параметры подпадает период с 26 июля по 6 августа 1999 года. Максимальный объем торгов за данный период составил 16 222 048 \$ (06.08.99) минимальный - 8 745 731 \$ (28.07.99) (Изменение : +46%) Индекс РТС снизился за тот же период на 24,53% (Минимум = 101,34 (05.08.99), Максимум = 126,64 (26.07.99))

Граф.1 Объем торгов, млн. \$



Граф.2 Изменение индекса РТС (источник: система СКРИН-Эмитент, www.skrin.ru)



Как видно из приведенных данных, за отобранный период происходили значительные колебания (падение индекса при росте объемов, т.е. игра на понижение). Теперь рассмотрим наличие каких-либо объективных факторов, которые могли бы способствовать таким изменениям, на основе данных, приведенных в обзоре Управления регулирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг ФКЦБ России за третий квартал 1999 г.

В июле 1999 года не произошло существенных событий политического характера, которые могли оказать воздействие на настроения инвесторов. Из финансовых событий можно отметить ожидание выделения Международным валютным фондом кредита России для погашения ранее полученных кредитов и процесс переговоров о реструктуризации долгов Российской Федерации Парижскому клубу кредиторов (объединяющему страны-кредиторы).

В итоге 28 июля 1999 года Совет директоров Международного валютного фонда (МВФ) принял решение о возобновлении кредитования Российской Федерации.

Негативно отразилось на инвестиционной политике инвесторов сообщение Банка России о резком снижении золотовалютных резервов страны по состоянию на 23 июля 1999 года. В результате несколько усилилось давление на рубль и появились прогнозы аналитиков о возможной девальвации национальной валюты в середине - конце августа 1999 года.

Из событий внутрироссийского характера следует отметить бензиновый кризис, разразившийся в середине июля, который не оказал существенного влияния на финансовые рынки (а в некоторых случаях наблюдалось повышение котировок акций нефтяных компаний - экспортеров), однако стал одной из возможных причин роста инфляции в июле.

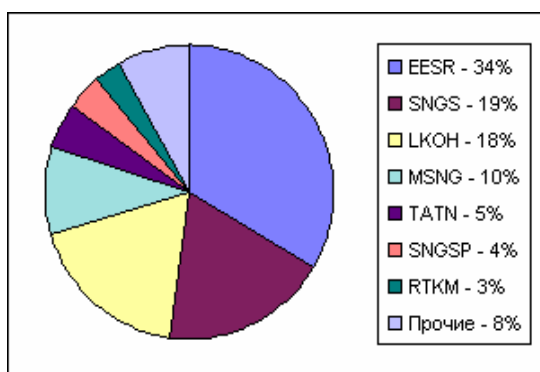
Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's 6 августа 1999 года повысило долгосрочный валютный кредитный рейтинг и старший необеспеченный рейтинг ОАО "Мосэнерго" и ОАО "Иркутскэнерго" с "СС" до "ССС". Повышение рейтинга компании произошло вслед за повышением 4 августа рейтинга российских еврооблигаций. По мнению Standard & Poor's в перспективе рейтинг ОАО "Мосэнерго" и ОАО "Иркутскэнерго" является стабильным.²⁴

Как видно из новостей за отобранный период, большинство из них не имело резко негативную направленность или даже положительную, как новости компаний ОАО "Мосэнерго" и ОАО "Иркутскэнерго", однако при этом произошло снижение индекса.

Рассмотрим структуру сделок за выбранный период. Данные можно представить в виде диаграммы:

Диаграмма 1

Структура сделок в РТС за период с 26.07. по 06.08.99г. (источник: система СКРИН-



СКРИН-Эмитент, www.skrin.ru)

Как видно на диаграмме, основной объем сделок приходится на три бумаги : РАО "ЕЭС", "Сургутнефтегаз", "Лукойл".

Также можно посмотреть структуру сделок в разрезе профессиональных участников. Данные взяты из отчета, предоставляемого организаторами торговли в ФКЦБ России (форма ОРМ -6). Структура данного отчета представляет собой перечень 30 участников торгов, совершивших наибольший объем торгов за месяц, а также сведения о ценных бумагах, с которыми участник торгов совершил наибольшую сумму сделок за торговую сессию. Если эти данные сгруппировать в виде таблицы, ранжировав участников торгов по общему объему сделок, совершенных за торговый день, а также по трем ценным бумагам, с которыми участник торгов совершил наибольший объем сделок (см. приложение 2), то можно увидеть, какое влияние оказывают те или иные участники торгов на изменение цены бумаг, обращающихся на РТС.

К примеру, первое место по объему сделок занимают акции РАО "ЕЭС". 29.07.99 изменение цены акций РАО "ЕЭС" к закрытию предыдущего дня составило - 9,04%. Первое место по объему сделок с данной бумагой занимают участники N и A.(настоящее название компаний является закрытой информацией, поэтому в таблице названия представлены латинскими буквами), при этом в общем объеме сделок за день эти компании занимают соответственно первое и третье место. То есть можно предположить, что цену ценных бумаг РАО "ЕЭС" в основном определяли две компании. Это, конечно еще ни о чем не говорит, но если посмотреть данные за другие дни, то складывается примерно та же картина: наибольший объем сделок по ценным бумагам, претерпевшим значительные изменения за день, приходится на 2-3 компании.

²⁴ Квартальный обзор, III квартал 1999 г., ФКЦБ России, Управление регулирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг

Таблица 1 "Структура сделок в разрезе участникам торгов" (источник ФКЦБ России, отчет РТС за 3-й квартал 1999 г.)

Дата	Место в общем объеме совершенных сделок	Участник	Число сделок	Общая сумма сделок, совершенных участником торгов за торговый день (в руб.)	Ценные бумаги, с которыми участник совершил наибольший объем сделок	Изменение к цене закрытия предыдущего дня (%)	Лидер изменения Среди «голубых фишек»
26.07.99	1	Т	53	90075577,44	РАО "ЕЭС"	+0,78	МГТС
					ЛУКОЙЛ	+1,9	
					МГТС	+7,14	
26.07.99	2	N	42	66771216,75	Сургутнефтегаз	+1,05	
					РАО "ЕЭС"	+0,78	
					ЛУКОЙЛ	+1,9	
26.07.99	3	B	37	66015240,75	Сургутнефтегаз	+1,05	
					РАО "ЕЭС"	+0,78	
					Татнефть	+0,21	
26.07.99	4	A	26	61206191,5	РАО "ЕЭС"	+0,78	
					ЛУКОЙЛ	+1,9	
					Сургутнефтегаз	+1,05	
27.07.99	1	Т	38	65090039	Сургутнефтегаз	-1,3	РАО "ЕЭС"
					Сургутнефтегаз	0,0	
					РАО "ЕЭС"	-2,43	
27.07.99	2	N	25	42721415,8	РАО "ЕЭС"	-2,43	
					Сургутнефтегаз	-1,3	
					Сургутнефтегаз	0,0	
27.07.99	3	A1	19	42202744,5	ЛУКОЙЛ	-3,51	
					РАО "ЕЭС"	-2,43	
					Сургутнефтегаз	-1,3	
27.07.99	4	A	26	41338090,5	Сургутнефтегаз	-1,3	
					РАО "ЕЭС"	-2,41	
					Татнефть	-5,11	
28.07.99	1	N	39	48542571,7	РАО "ЕЭС"	0	Сибнефть
					Мосэнерго	-2,46	
					Сургутнефтегаз	+0,26	
28.07.99	2	A	31	42628895,4	РАО "ЕЭС"	0	
					Мосэнерго	-2,46	
					ЛУКОЙЛ	0	
28.07.99	3	Т	33	39547436,87	РАО "ЕЭС"	0	
					ЛУКОЙЛ	0	
					Сибнефть	-2,52	
28.07.99	4	F	30	33987804,9	Сургутнефтегаз	+0,26	
					Татнефть	-0,67	
					РАО "ЕЭС"	0	
29.07.99	1	N	62	83977976,94	РАО "ЕЭС"	-9,04	Мосэнерго
					ЛУКОЙЛ	-8,49	
					Сургутнефтегаз	-7,61	
29.07.99	2	Т	71	68809523,78	ЛУКОЙЛ	-8,49	
					РАО "ЕЭС"	-9,04	
					Мосэнерго	-14,36	
29.07.99	3	A	32	50620405,5	РАО "ЕЭС"	-9,04	
					ЛУКОЙЛ	-8,49	
					Сургутнефтегаз	-7,61	

29.07.99	4	B	39	37877052,5	Мосэнерго	-14,36	
					Сургутнефтегаз	-7,61	
					ЛУКОЙЛ	-8,49	
30.07.99	1	A	49	87230855,38	ЛУКОЙЛ	+3,01	Сургутнефтегаз
					Сургутнефтегаз	+4,55	
					РАО "ЕЭС"	+3,73	
30.07.99	2	T	58	74746438,2	Сургутнефтегаз	+4,55	
					РАО "ЕЭС"	+3,73	
					ЛУКОЙЛ	+3,01	
30.07.99	3	N	43	58731472,84	РАО "ЕЭС"	+3,73	
					ЛУКОЙЛ	+3,01	
					Мосэнерго	+1,47	
30.07.99	4	A1	18	24913905,75	Сургутнефтегаз	+4,55	
					ЛУКОЙЛ	+3,01	
					Мосэнерго	+1,47	
04.08.99	1	N	48	58147860,4	РАО "ЕЭС"	-7,89	Татнефть
					ЛУКОЙЛ	-3,9	
					Мосэнерго		
04.08.99	2	A	40	50255264,78	ЛУКОЙЛ	-3,9	
					РАО "ЕЭС"	-7,89	
					Сургутнефтегаз	-7,97	
04.08.99	3	T	46	49806693,18	РАО "ЕЭС"	-7,89	
					Сургутнефтегаз	-7,97	
					ЛУКОЙЛ	-3,9	
04.08.99	4	B	25	37232800,5	РАО "ЕЭС"	-7,89	
					ЛУКОЙЛ	-3,9	
					Татнефть	-8	
05.08.99	1	B	65	71761107,6	РАО "ЕЭС"	-4,48	РАО "ЕЭС"
					Сургутнефтегаз	-3,88	
					ЛУКОЙЛ	-3,5	
05.08.99	2	A	46	68630448,69	ЛУКОЙЛ	-3,5	
					РАО "ЕЭС"	-4,48	
					Сургутнефтегаз	-3,88	
05.08.99	3	N	61	59569056,45	ЛУКОЙЛ	-3,5	
					РАО "ЕЭС"	-4,48	
					Сургутнефтегаз	-3,88	
05.08.99	4	F	26	33274363,61	ЛУКОЙЛ	-3,5	
					РАО "ЕЭС"	-4,48	
					Сургутнефтегаз	-3,88	
06.08.99	1	T	79	114357310	ЛУКОЙЛ	-5,56	Мосэнерго
					Сургутнефтегаз	+0,62	
					Мосэнерго	+6,67	
06.08.99	2	N	59	88209172	Сургутнефтегаз	+0,62	
					Мосэнерго	+6,67	
					РАО "ЕЭС"	-0,69	
06.08.99	3	B	20	73200244	Сургутнефтегаз	+0,62	
					РАО "ЕЭС"	-0,69	
					ЛУКОЙЛ	-5,56	
06.08.99	4	F	50	72342950	Сургутнефтегаз	+0,62	
					РАО "ЕЭС"	-0,69	
					Ростелеком	+4,35	

Далее, если еще более подробно просматривать структуру сделок, за выбранный нами период, можно отметить случаи трудно объяснимых изменений котировок по отдельным бумагам

К примеру, 27.07.99 по акциям Камаза прошла за день одна сделка по цене 0,180 объемом 7 200 \$, причем изменение к цене закрытия предыдущего дня составило +28,57%, при этом предыдущее закрытие было 08.07.99. за торговую сессию прошло всего 3 сделки объемом 41 900\$ и цена закрытия составила 0,140. (изменение +12%). Если просмотреть данные за предыдущие дни, то такая же ситуация повторялась с регулярностью раз в неделю, - то есть проходила одна или максимум три сделки, при достаточно небольших объемах, которые уводили цену на 12-20%. И таких примеров множество.²⁵

Следует отметить, что случаи, похожие на манипулирование распространены не только в торговой системе РТС. В частности, можно привести пример с акциями Газпрома на МФБ. 26 апреля этого года торги на МФБ начались с роста котировок (на 1,81% - закрытие предыдущего дня составляло 7,121, а открытие было 7,25). В течение дня все акции на других торговых площадках продолжали свой рост, а по Газпрому поступали только позитивные новости.

На американских рынках утром биржевая торговля по срочным сделкам началась с повышения, что дало основания предполагать аналогичное повышение на рынках акций. Несмотря на это акции Газпрома претерпели снижение при больших объемах (открытие составило 7,25 а закрытие – 6,995). (см. приложение 2)

Посмотрим динамику сделок за данный день на основе данных, взятых из информационной системы Дикси (МФД-Инфоцентр). После первой сделки, прошедшей в 11:13 по цене 7,25, в течение первых тридцати минут наблюдался рост до уровня 7,35-7,34. Далее в 11:33:46 прошла продажа по 7,312 объемом 15000 штук, и через минуту по цене 7,313 объемом 22 000. Далее в течении следующих 15-ти минут сделки проходили на уровне 7,35-7,38 до 11:48:35 когда прошли сделки по 7,311 и далее по 7,302 объемами соответственно 35000 и 42000.

Далее пошло повышение до уровня 7,35-7,36, и снова серия сделок по цене 7,302 в 13:15 и далее по цене 7,301 объемом 100 000 и 7,3 объемом 200 000. Затем цена держалась на уровне 7,25-7,3 до 16:16 23 когда прошла серия продаж в течение минуты по 7,2 общим объемом 225 000 акций, и опять через 4 минуты серия продаж по 7,011-7,07 большими объемами. В итоге котировки пошли вниз, при продажах большими объемами по ценам в среднем 6,9-7 и закрытие составило 6,995.

Иными словами, при объективных факторах, способствовавших росту произошло последовательное понижение цен акций Газпрома, путем выставление больших объемов на продажу по ценам покупки и ниже.

Как выяснилось позднее, по сведениям опубликованным в газете «Ведомости» от 19 мая 2000 г., всего за несколько месяцев было продано 0,2% акций Газпрома, общей стоимостью 15 млн\$, принадлежащих госкомпания «Росгазификация».

Всего данной компании принадлежал пакет в 1,1% акций Газпрома, полученный ею при приватизации. Однако в начале этого года часть этого пакета (0,2%) была передана в номинальное держание депозитарию Московской фондовой биржи (ДРС). После этого акции, принадлежащие государству были проданы неизвестными фирмами без согласования с Министерством государственного имущества.

Сделки в реестродержателе Газпрома (СР-Драга) и ДРС оформлены от имени руководства «Росгазификации», однако глава этой компании Владимир Рахуба утверждает, что он не имеет никакого отношения к переводу пакета в номинальное держании и его последующей продаже. Он также полагает, что акции концерна были проданы по подложным документам и он обратился в Генеральную прокуратуру, с просьбой возбудить уголовное дело по факту хищения.

Возникает логичный вопрос, почему операции с акциями концерна, которые начались несколько месяцев назад, были замечены «Росгазификацией» только сейчас? Очевидно, что компания не слишком часто проверяла сохранность государственного имущества, и спохватилась только тогда, когда стал составляться список акционеров для участия в

²⁵ Итоги торгов в РТС/www.skrin.ru

годовом собрании Газпрома. При этом глава компании ссылается на то, что он не может оперативно отслеживать информацию о состоянии реестра, а сам Газпром эти данные постоянно получает, анализирует, но при этом он не вмешался в развитие ситуации. (вообще по слухам Газпром владеет через аффилированные структуры 2% собственных акций, то есть он может контролировать рынок)

Теперь следственным органам предстоит разбираться, как и кому был продан пакет акций Газпрома. Однако даже после получения этой информации, возвращение акций в собственность государства будет достаточно нелегким делом.

Если следствие покажет, что фирмы, купившие акции, были добросовестными предпринимателями, то «Росгазификации» придется их выкупать за те же самые 15 млн. \$.

Другими словами, случаи манипулирования не являются редкостью на российском рынке ценных бумаг. При этом можно отметить достаточно слабое регулирование манипулятивных сделок на законодательном уровне в России, основная ответственность по регулированию возлагается на биржи.

3.3. Анализ законодательное регулирование манипулятивных сделок в России, предложения по его совершенствованию.

Как уже отмечалось в первой главе, законодательное регулирование манипулятивных сделок в России не несет целостный, системный характер. Существуют лишь отдельные упоминания о запрещении манипулирования в различных законах и постановлениях различных ведомств.

Прежде всего, косвенное запрещение действий, подпадающих под определение манипулирования можно найти в Законе "О товарных биржах и биржевой торговле": "В правилах биржевой торговли должны быть определены... меры по контролю над процессом ценообразования на бирже в целях недопущения резкого дневного повышения или понижения уровней цен, искусственного завышения или занижения цен, сговора или распространения ложных слухов с целью воздействия на цены".²⁶

Также существует новый проект данного закона, который в целом содержит то же определение. Несколько иная формулировка дается в законе "О рынке ценных бумаг" в п.2 ст.51: "Профессиональные участники рынка ценных бумаг не вправе манипулировать ценами на рынке ценных бумаг...", к которой примыкает также положение о недопустимости понуждения "к покупке или продаже ценных бумаг путем предоставления умышленно искаженной информации о... ценах на ценные бумаги...".²⁷

Необходимо отметить, что положения действующего биржевого законодательства России не раскрывают состава данного правонарушения. В частности, если сравнивать законодательство США и России, (на мой взгляд, такое сравнение корректно, так как в настоящее время границы континентального и англосаксонского права в части регулирования рынка ценных бумаг становятся более размытыми, и существует тенденция к сближению позиций, а также существует определенное стремление к развитию европейских рынков по американской модели (примером может служить Германия, в которой за последние годы увеличивается доля частных инвесторов в структуре акционерного капитала - то есть идет сближение с американской моделью)), то достаточно явно просматривается недоработанность российского законодательства, в частности Закона "О рынке ценных бумаг". По своим положениям, касающимся манипулирования, наш Закон схож с первоначальной редакцией Закона о ценных бумагах США 1933г., в котором содержалось достаточно общее запрещение мошенничества на рынке ценных бумаг в общем и манипулирования ценами в частности. Однако в отличие от США, где данный закон был

²⁶ Закон РФ от 20 февраля 1992 г. N 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле" (с изм. и доп. от 24 июня 1992 г. 30 апреля 1993 г. 19 июня 1995 г. ст.18 справочно-правовая система «Гарант»)

²⁶ Федеральный Закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (с изм. и доп. от 26 ноября 1998г., 8 июля 1999г.) справочно-правовая система «Гарант»

впоследствии развит Законом 1934 года и другими постановлениями, в нашем законодательстве дальнейшего развития антимаанипулятивные нормы не получили.

Если рассматривать подзаконные акты, регулирующие манипулятивные практики, то прежде всего надо отметить Положение №49 ФКЦБ России, в котором несколько более полно дается понятие манипулирования: "манипулированием ценами признаются действия участника (участников) торгов, в том числе объявление сделок с ценными бумагами и (или) финансовыми инструментами, сторонами по которым является одно и то же лицо, которые привели или могут привести к дестабилизации рынков ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, в том числе к необусловленному объективными событиями, влияющими на рынок ценных бумаг, изменению цен спроса (предложения) ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, либо числа заявок (сделок) "

Далее в Постановлении указывается на ответственность участников торгов, без указания конкретных санкций: "участники торгов, осуществляющие манипулирование ценами, несут ответственность в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации и нормативными актами Федеральной комиссии."

Также Постановление возлагает ответственность на организатора торговли по утверждению перечня мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами, включая описание системы контроля за объявлением заявок участниками торгов в течение торговой сессии, а также ответственность за несоблюдение утвержденного им перечня мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами, в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации и нормативными актами Федеральной комиссии.²⁸

Следует отметить недостатки данного Постановления. Прежде всего, определение «манипулирование ценами», данное в 49 Положении излишне расплывчато, перечень возможных видов манипулирования далеко не полный, в отличие от аналогичных постановлений Комиссии по ценным бумагам и биржам США, в которых перечисляются все возможные виды манипулирования, вплоть до опционных стратегий.

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

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

В итоге, ММВБ предложила изложить пункт 8.1. Положения в следующей редакции:

"Манипулированием ценами могут быть признаны действия участника (участников) торгов, направленные на создание ложной торговой активности путем объявления заявок на совершение сделок с ценными бумагами и/или совершение сделок с ценовыми условиями, существенно отличающимися от объективных рыночных условий, либо в существенном объеме, либо в большом количестве с целью ввести в заблуждение участников рынка ценных бумаг относительно уровней цен, либо ликвидности рынка. К числу описанных действий может быть отнесено заключение кросс-сделок (не приводящих в фактической смене собственника); заключение сделок с последующим их аннулированием; действия, направленные на отклонение средневзвешенной цены ценной бумаги, цены открытия, цены

²⁸ ФКЦБ России Постановление №49 от 16 ноября 1998г. «Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг» - Вестник ФКЦБ России №11(25) 1998г

закрытия, фондовых индексов от объективной ценовой категории и пр."

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

Однако если рассмотреть западную практику, особенно исторический аспект, становится ясно, что манипулирование выходит за рамки манипулирования собственно биржевым курсом, и речь должна идти как о биржевой, так и рыночной цене. (Доказательством тому служат примеры деятельности пулов, когда часто для аккумуляции акций в руках пулового синдиката использовалась скупка акций на внебиржевом рынке)

Возвращаясь к нашему биржевому законодательству, нужно отметить, что в этой части Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" достаточно продуман, так как учитывает подобные действия на всем рынке ("профессиональные участники не вправе манипулировать ценами на рынке ценных бумаг").

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

Однако из существа принципа биржевого самоуправления (п.2 ст.25 Закона РФ "О товарных биржах и биржевой торговле"; ст. 13 и 50 Федерального закона "О рынке ценных бумаг") следует, что биржа вправе распространить запрет на манипулирование ценами, включая ответственность за его нарушение, и на других лиц. Проект новой редакции закона "О товарных биржах и биржевой торговле" изначально подходит к регулированию манипулирования ценами более обобщенно и не содержит каких-либо ограничений в отношении круга возможных правонарушителей: "к лицам, нарушившим настоящий Федеральный закон..., Федеральная комиссия применяет административное взыскание в виде штрафа в случаях... нарушения установленного организатором биржевой торговли порядка контроля над процессом ценообразования" (п.3 ст.32)²⁹.

Также в абз.3 ст.9 Федерального закона "О рынке ценных бумаг" содержится требование по раскрытию информации о правилах торговли: "Организатор торговли на рынке ценных бумаг обязан раскрыть: любому заинтересованному лицу: правила, ограничивающие манипулирование ценами:").³⁰

В качестве основных параметров возможного ценового манипулирования организаторами устанавливаются:

а) предел превышения цены покупки (продажи) ценных бумаг по отношению к лучшей цене по данной ценной бумаге в течение торговой сессии (в процентах) (10% для Торговой системы РТС);

б) контрактный объем. (100 тыс. долл. США в РТС)³¹

Биржи, как правило, применяют к правонарушителям следующие меры дисциплинарного воздействия:

а) увольнение с работы должностных лиц и служащих биржи (также с наложением штрафа);

б) исключение нарушителя или представителя нарушителя из выборных коллегиальных органов биржи;

в) временное отстранение от участия в биржевых торгах участника биржевой торговли

²⁹ Закон РФ от 20 февраля 1992 г N 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле" (с изм. и доп. от 24 июня 1992 г. 30 апреля 1993 г, 19 июня 1995 г ст.18 справочно-правовая система «Гарант»

³⁰ Федеральный Закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (с изм. и доп. от 26 ноября 1998г., 8 июля 1999г.) справочно-правовая система «Гарант»

³¹ Положение о Контрольной комиссии Некоммерческого партнерства "Торговая система РТС" /www.rtsnet.ru

или его сотрудников, приостановление или отмена соответствующей регистрации;

г) наложение штрафа на участников биржевой торговли;

д) исключение из членов биржи, аннулирование статуса посетителя биржевых торгов.

При известных обстоятельствах для защиты интересов инвесторов и своих членов от результатов манипуляционных действий биржа может применять меры экстренного характера вплоть до временного приостановления биржевых торгов.

Наряду с этим применение мер административной ответственности за манипулирование ценами в российском законодательстве выносится и на надбиржевой уровень (в государственные и негосударственные надзорные инстанции). Так, Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (абз. 2 п.2 ст.51) предусматривает, что факт манипулирования ценами со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг "является основанием для приостановления или аннулирования выданного им разрешения, а также иных санкций, предусмотренных для членов саморегулируемых организаций".

Факт манипулирования признается в судебном порядке (п.2 ст.51 Федерального закона "О рынке ценных бумаг"), т.е. законодательство исходит из оспоримости биржевых сделок, заключенных на основе манипулирования ценами. Биржевое законодательство прямо не перечисляет лиц, которые могут предъявлять требования о признании таких биржевых сделок недействительными. По смыслу положений ст.166, 168, 170, 178 и 179 ГК РФ, ст.35 Закона РФ "О товарных биржах и биржевой торговле", п.8 ст.44 и ст.49 Федерального закона "О рынке ценных бумаг" соответствующими правами обладают потерпевшая сторона, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, КТБ, иные государственные органы, осуществляющие полномочия на биржевом рынке, и организатор биржевой торговли.

В отношении манипулирования находит применение общая отсылочная норма о том, что допустившие его лица несут ответственность в случаях и в порядке, предусмотренных уголовным законодательством РФ (п.1 ст.51 Федерального закона "О рынке ценных бумаг" и п.1 ст.32 законопроекта "О биржах и биржевой деятельности"). Однако в УК РФ, в отличие от уголовных законов других стран не содержится специального наказания за ценовое манипулирование. В известных случаях подобные правонарушения можно подвести под действие положений ст.165 "Причинение имущественного ущерба путем обмана или злоупотребления доверием", ст.178 "Монополистические действия и ограничение конкуренции", ст.182 "Заведомо ложная реклама", ст.204 "Коммерческий подкуп" и некоторых других статей УК РФ. Однако это достаточно сложно сделать в отсутствие прямых указаний состава правонарушения и поэтому в российской практике, в отличие от западной, отсутствуют конкретные дела и судебные решения по манипулированию.³²

Также в общем массиве законов и подзаконных актов выделяется регулирование манипулирования на рынке ценных бумаг, осуществляемое Центральным Банком России.

Основным нормативным актом, регулирующим данную проблему является Указание ЦБ РФ от 7 июля 1999 года N 603-У "О порядке осуществления внутреннего контроля за соответствием деятельности на финансовых рынках законодательству о финансовых рынках в кредитных организациях"

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

- одновременное выставление поручений на покупку и продажу ценных бумаг на организованном рынке по ценам, явно отличным от рыночных, с целью изменения рыночных цен в свою пользу или с целью извлечения другой выгоды;
- сговор двух или нескольких участников торгов или их сотрудников о покупке/продаже на организованном рынке ценных бумаг по ценам, явно отличным от рыночных;

³² Шеленкова Н.Б. Биржевые правонарушения «Законодательство» 1998 г. №2-3

- совершение купли/продажи крупных пакетов ценных бумаг на организованном рынке без предварительного согласования с агентом по данному инструменту плана совершения операции (сделки), предотвращающего возможную дестабилизацию рынка, и получения соответствующего разрешения;

- другие случаи целенаправленного воздействия на курсовую стоимость фондового инструмента с целью изменения рыночных цен в свою пользу или с целью извлечения другой выгоды.

Также в Указание дается запрещение подобных действий для кредитных организаций: «кредитная организация 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.» За нарушение указанных требований кредитная организация несет ответственность в соответствии с действующим законодательством.

Кроме того, в соответствии с Указанием руководители соответствующих подразделений кредитной организации совместно с комплаенс-контролером (штатный сотрудник кредитной организации, в исключительную компетенцию которого входит организация внутреннего контроля за соответствием деятельности на финансовых рынках законодательству о финансовых рынках в кредитной организации, осуществляемый в соответствии с настоящим Указанием комплаенс-контроля, обеспечивают контроль за соблюдением сотрудниками установленных кредитной организацией требований, направленных на ограничение возможности манипулирования ценами на рынке ценных бумаг.³³

Таким образом можно отметить достаточно слабое регулирование манипулятивных сделок на законодательном уровне в России, основная ответственность по регулированию возлагается на биржи.

Однако в связи со слабостью законодательства биржи достаточно ограничены в своих действиях. Они отслеживают манипулятивные сделки, в частности, как уже упоминалось выше на ММВБ с 1997 года работает система автоматического надзора за рынком SMARTS. Имеющиеся к настоящему времени результаты эксплуатации позволяют сделать вывод об эффективности данной системы при решении задач по трем основным направлениям:

- обнаружение фактов необычного поведения участников торгов, действия которых могут быть расценены как запрещенные (манипулирование ценами и/или инсайдерская торговля);

- автоматизированный контроль исполнения участниками установленных Правил торгов в Фондовой секции ММВБ и значений основных показателей состояния рынков ценных бумаг (в настоящее время осуществляется контроль критериев и показателей ценовой нестабильности, определенных Правилами торгов ММВБ);

- формирование базы данных о торгах и их первичная обработка для решения прикладных аналитических задач.

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

В этой связи в настоящее время эксперты ММВБ предполагают вообще отказаться от определения "манипулирования ценами" из-за его недоказуемости. Вместо этого, предполагается более конкретно прописать правила торговли, установив конкретные параметры нарушений, и рассматривать манипулирование как нарушение правил торговли,

³³Указание ЦБ РФ от 7 июля 1999 года N 603-У/ www.mbis.ru

которые можно будет доказать в суде. Скорее всего по этому пути пойдут большинство бирж.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Федеральный Закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (с изм. и доп. от 26 ноября 1998г., 8 июля 1999г.) справочно-правовая система «Гарант»
2. Закон РФ от 20 февраля 1992 г N 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле" (с изм. и доп. от 24 июня 1992 г. 30 апреля 1993 г, 19 июня 1995 г)
3. Постановление №49 ФКЦБ России от 16 ноября 1998г. «Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг» - Вестник ФКЦБ России №11(25) 1998г
4. Указание ЦБ РФ от 7 июля 1999 года N 603-У "О порядке осуществления внутреннего контроля за соответствием деятельности на финансовых рынках законодательству о финансовых рынках в кредитных организациях" Межбанковская информационная служба MBIS (www.mbis.ru/)
5. Дисциплинарный кодекс НАУФОР, **УТВЕРЖДЕНО** Решением Совета директоров НАУФОР Резолюция № 98-22-shРДН-2702 от 12.03.98 С изменениями от 20.07.98/www.naufor.ru
6. Положение "О запрете манипулирования ценами на РГЦБ" разработано Независимой Фондовой Ассоциацией (Приложение 2 к Кодексу добросовестного ведения бизнеса НФА)/www.nfa.ru
7. Положение о Контрольной комиссии Некоммерческого партнерства "Торговая система РТС" /www.rtsnet.ru
8. Квартальный обзор, ФКЦБ России, Управление регулирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг III квартал 1999 г/ www.fedcom.ru
9. Миркин Я.М. Раздаточные материалы к лекциям по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»
10. Рубцов Б.Б. "Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования" М. Инфра-М, 1996 г.
11. Ческидов Б.М. "Развитие банковских операций с ценными бумагами" М., 1997 г.
12. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. «Фондовый рынок» -6-е издание : перевод с английского-Москва, Инфра-М, 1997 г.
13. Анкета 1999: оценки, прогнозы, комментарии/ www.naufor.ru
14. Астанин Э., В. Салахутдинов "Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт" Рынок ценных бумаг №6, 1999г.
15. «Кто увел Газпром?» Газета «Ведомости» №84 от 19 мая 2000 г
16. ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг", Банковское дело в Москве, № 4 (40) Апрель 1998 г
17. Тезисы к докладу на тему: "Организация надзора на финансовых рынках ММВБ с использованием системы SMARTS, 7-я международная выставка "Банковские и корпоративные системы, февраль 1998г."/ www.micex.ru
18. Уваров О., Фомина Л. «Мошенничество, манипуляции и другие правонарушения с ценными бумагами» Рынок ценных бумаг №16, 1999г.
19. Шеленкова Н.Б. Биржевые правонарушения «Законодательство» 1998 г. №2-3

Иностранные источники:

- 20 Securities Act of 1933/ Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law – www.law.uc.edu/
- 21 Securities Exchange Act of 1934 Section 10 Regulation of the use of Manipulative and Deceptive Devices - Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law – www.law.uc.edu/
- 22 Securities and Exchange Commission, Release No. 1039; File No. S7-11-96. Anti-manipulation Rules Concerning Securities Offerings/ www.sec.gov/
- 23 Securities and Exchange Commission, Release No. 1039; File No. S7-11-96. Anti-manipulation Rules Concerning Securities Offerings/ www.sec.gov/
- 24 Special NASD Notice to Members 97-55./ www.nasd.com
- 25 Securities Regulation in the United States, 3rd edition/ www.nasd.com
- 26 About SEC/ www.sec.gov
- 27 Ballentine's Law Dictionary, 3rd edit. Rochester, N.Y. The Lawyers Co-operative Publishing Company, 1969
- 28 Black's Law Dictionary, 6th edit. St.Paul, Minn. West Publishing Co., 1990
- 29 SMARTS - software for surveillance/ www.smarts.com