Д.э.н., проф. Сизов Ю.С., Региональное отделение ФСФР России,
д.э.н., проф. Миркин Я.М., Финансовая академия при Правительстве РФ,
к.э.н., доц. Лебедева З.А., Финансовая академия при Правительстве РФ

Цена правонарушений

Российский фондовый рынок растет значительными темпами, предлагая инвесторам доходность, превосходящую ставки по банковским вкладам. Повышается международный рейтинг России и отдельных заемщиков, что свидетельствует о снижении кредитных рисков на рынке, о его растущей открытости, большей политической и экономической стабильности. Быстро развивается сектор корпоративных облигаций, направляющий долгосрочные инвестиции в реальный сектор. Внедряются публичные вексельные программы (коммерческие бумаги) для пополнения оборотного капитала.

Эффективность фондового рынка снижается правонарушениями, часто **массовыми**. Например, недружественными **переделами собственности**, корпоративными войнами, захватами предприятий. Смена собственника – процедура рыночная, особенно, если конечная цель - рост эффективности управления. Но зачастую это не так. Скупки ведутся с правонарушениями (заведомо ложная реклама, фальсификация документов, незаконное использование государственной символики, мошенничество, злоупотребление доверием). Проигравшие в таких войнах - рядовые акционеры, получившие акции в период приватизации. Именно они - объекты информационных атак, в результате которых совершаются невыгодные сделки: акции предприятий обмениваются на акции «пустышек», продаются по заниженным ценам, передаются рейдерам без встречной компенсации. В целях передела собственности распространены и такие нарушения, как вычеркивание акционеров из реестра с последующим присвоением их акций.

Правонарушения в хозяйственной деятельности акционерных обществ - вывод активов, заведомо убыточные операции (при передаче прибыли на компании, связанные с менеджерами), умышленные нарушения управляемости - ведут к снижению стоимости акций, к отсутствию дивидендов. При уклонении от раскрытия информации, от проведения собраний акционеров собственники не могут отследить положение дел и принять меры, например, заменить генерального директора.

Не менее остро стоит **проблема обмана вкладчиков** на первичном рынке жилья. Рост цен провоцирует создание финансовых пирамид в этой сфере, приводит к масштабным потерям средств населением и росту социальной напряженности.

Все это - **малая часть всего спектра возможных нарушений**. Только одно Региональное отделение ФСФР в Центральном федеральном округе рассматривает ежегодно **несколько тысяч правонарушений** в области рынка ценных бумаг (одна треть по России). По расчетам (2000 – 2005 гг.), более 30% нарушений совершаются в области учета прав на ценные бумаги (незаконные операции с реестром), 17% - в части корпоративного управления, 17% - в области раскрытия информации о деятельности акционерных обществ.

Пострадавшим часто оказывается и государство как акционер.

Проблемы правоприменения при защите интересов инвесторов

Пострадавшие, как правило, понимают, что их права нарушены. Однако, с механизмами должной защиты прав пока возникают проблемы.

Этому есть причины.

Во-первых, **инвестору без специальной подготовки сложно самому разобраться в непростой системе нормативных актов**, постоянно подверженных изменениям. Не специалисту сложно понять, стал ли он жертвой правонарушителя или

причиной его потерь были собственные ошибки. Пострадавший берет вину на себя или просто не может сформулировать суть претензий к обидчику, четко определив свои требования. В итоге, он либо не обращается в компетентные органы с требованием о восстановлении его в правах, возмещении нанесенного ущерба и наказании виновных, либо неточности формулировки не позволяют ему получить ожидаемый результат. Помощь в этом может оказать регулирующий орган – Федеральная служба по финансовым рынкам России (ФСФР России) и ее региональные отделения, – однако далеко не все пострадавшие используют возможность подачи жалобы или обращения.

Во-вторых, **проблема возникает на стадии идентификации правонарушения**. Для возбуждения уголовного дела нанесенный ущерб должен превысить определенную величину (для рынка ценных бумаг, как правило, один млн. руб.). Если Вам не перечислили деньги по договору, то определить потери не составляет труда, а вот как оценить ущерб, нанесенный акционеру завода в результате вывода активов (если при этом акции не котируются на бирже)? Решение этой задачи требует специальных знаний, но без такой оценки в возбуждении уголовного дела отказывают по формальным признакам.

В-третьих, **сложно установить причинно-следственные связи**: являются ли убытки на финансовом рынке следствием чьих-то правонарушений или же они возникли под влиянием рыночной конъюнктуры и неверных решений самого инвестора.

С трудностями сталкиваются и правоохранительные органы (дефицит специалистов для оценки величины вреда, организационные и финансовые затруднения в привлечении сторонних экспертов).

Сложности возникают и у профессиональных оценщиков. По закону такого объекта оценки как ущерб нет. Отсутствуют единые подходы к определению стоимостной величины причиненного вреда, не разработана методика расчетов. Затруднительны условия проведения оценки. Обычно оценка проводится по заказу собственника, который снабжает оценщика необходимой информацией, обеспечивает ему доступ на предприятие. При оценке ущерба все по-другому. Компания, уклоняющаяся от раскрытия информации, вряд ли предоставит ее оценщику.

Карта правонарушений на фондовом рынке

Для решения этих проблем по инициативе Департамента финансов г.Москвы и Регионального отделения ФСФР России в Центральном федеральном округе была создана **технология анализа правонарушений и оценки ущерба, нанесенного в результате противоправных действий на финансовом и фондовом рынках**.[1] Она включает классификацию всей массы правонарушений на фондовом рынке; предлагает методы ситуационного анализа, направленного на выявление признаков и доказательство правонарушений; раскрывает часто встречающиеся причинно-следственные связи, ведущие к нанесению различных видов ущерба; определяет источники информации для анализа противоправных действий; дает типичные ситуации в этой области и судебные прецеденты.

Каждому правонарушению поставлены в соответствие виды ущерба, связанные с ним; предложены концепции того, как постулировать и оценивать ущерб, алгоритм и методы определения стоимостной величины ущерба. Поскольку одной из важнейших проблем является информационное обеспечение – сформированы матрицы основных источников информации.

Это, по сути, карта правонарушений на финансовом рынке, содержащая подробные маршруты для противодействия неправомерным ситуациям, предназначенная для всех тех, кто вовлечен в операции с ценными бумагами:

---

[1] Методика оценки ущерба, нанесенного противоправными действиями на финансовом и фондовом рынках, одобренная Межведомственной комиссией по оценке эффективности использования долей (паев) Правительства Москвы в хозяйственных обществах, Москва, 2005

- для акционеров, в частности, для представителей государства, которые с ее помощью смогут лучше понять свои права и отследить исполнение обязанностей менеджерами акционерных обществ;
- для инвесторов - в части контроля качества услуг брокеров – дилеров и других профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- для вкладчиков на первичном рынке жилой недвижимости;
- для сотрудников правоохранительных органов – при исследовании ситуаций на финансовом рынке, выявлении признаков правонарушений и их негативных последствий;
- для самих акционерных обществ, права и интересы которых могут быть нарушены и т.д.

Элементы финансовой защиты

Технология анализа правонарушений на финансовом рынке и оценки ущерба от них построена по ***модульному принципу.*** Каждый модуль отражает отдельную ***сферу взаимоотношений на финансовом рынке***, в которой могут возникнуть правонарушения:

- нарушения прав акционеров;
- нарушения прав инвесторов при оказании услуг профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- запрещенные торговые практики;
- нарушения имущественных прав владельцев эмиссионных ценных бумаг;
- нарушения прав государства как акционера и инвестора на финансовом и фондовом рынках;
- нарушения имущественных прав инвесторов в области коллективных инвестиций;
- нарушения интересов иных участников рынка ценных бумаг;
- нарушения интересов владельцев неэмиссионных ценных бумаг;
- нарушения интересов инвесторов в области финансирования строительства жилья и первичного рынка жилой недвижимости.

Внутри каждого модуля выделены ***группы противоправных действий***; анализ ведется внутри указанных ***групп***.

В рамках модуля ***«Нарушения прав акционеров»*** рассматриваются правонарушения в отношениях ***«акционер – акционерное общество»*:** в области раскрытия информации; учета прав; организации финансово-хозяйственной деятельности; корпоративного управления и процедуры эмиссии; рекламы и антимонопольного регулирования. Нарушения приватизационного законодательства и противоправные действия, относящиеся к представительству интересов государства, включены в специальный модуль ***«Нарушения прав государства как акционера и инвестора на фондовом рынке»***.

Модуль ***«Нарушения прав инвесторов при оказании услуг в профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг»*** охватывает отношения ***«инвестор – профессиональный участник»***. Включает правонарушения брокеров, доверительных управляющих, депозитариев, организаторов торговли, клиринговых организаций (в части режима обслуживания клиентов, раскрытия информации, рекламы, антимонопольного регулирования и др.).

Существует обратная практика, когда акционеры совершают действия, направленные против интересов акционерных обществ (недружественные поглощения и т.п.), или же клиенты наносят ущерб профессиональным участникам рынка ценных бумаг. Правонарушения этого рода раскрыты в модуле ***«Нарушения интересов иных участников рынка ценных бумаг»***.

В центре модуля ***«Запрещенные торговые практики»*** - отношения между профессиональными участниками рынка ценных бумаг и инвесторами, возникающие

вследствие использования ими запрещенных торговых практик, способных оказать негативное влияние на рынок в целом (манипулирование ценами, инсайдерство).

В модуль ***«Нарушения имущественных прав владельцев эмиссионных ценных бумаг»*** включены нарушения, вызванные невыполнением гражданских обязательств по ценным бумагам или же связанные с их правовой природой как актива (хищение, присвоение).

Противоправные действия, возникающие в отношениях между пайщиками / акционерами и инвестиционными фондами, в т.ч. паевыми фондами недвижимости, их инфраструктурными организациями (специализированными регистраторами и депозитариями) раскрыты в модуле ***«Нарушения имущественных прав инвесторов в области коллективных инвестиций»***.

Модуль ***«Нарушения интересов инвесторов в области финансирования строительства жилья и первичного рынка жилой недвижимости»*** характеризует правоотношения на рынке участий в долевом строительстве и жилищных накопительных сертификатов. Исследование правонарушений в этой сфере строится на анализе нормативных актов, изменивших в 2005 г. систему государственного регулирования первичного рынка жилой недвижимости и финансирования строительства жилья.

В рамках модуля ***«Нарушения интересов владельцев неэмиссионных ценных бумаг»*** рассматриваются нарушения прав владельцев векселей, складских свидетельств, депозитных и сберегательных сертификатов.

Технология выявления и оценки ущерба от правонарушений на фондовом рынке

Логика анализа каждой из 25 групп противоправных действий проста, носит типовой характер и соответствует последовательности действий от того момента, когда пострадавшая сторона понимает, что права были нарушены, до момента взыскания нанесенного ущерба, восстановления ее в правах и наказания виновных лиц.

1. Выявление правонарушения.

Необходимо установить, было ли оно совершено, по каким признакам выявляется, определить, к какой **системе права** (уголовной, административной, гражданской) оно относится и какие нормативные акты были нарушены. Каждую группу противоправных действий открывает ***классификатор правонарушений***, созданный на основе постатейного анализа ***нескольких десятков нормативных актов***. В классификаторе более ***570 правонарушений.***

2. Установление последствий правонарушения

Анализ причинно-следственных связей, формирующих состав правонарушения и ведущих к наступлению ущерба. Большинство правонарушений совершается умышленно, поэтому исследование ситуаций строится на основе концепции конфликта интересов, позволяющей понять, какого рода противоречия в интересах различных групп могли привести к неправомерным действиям представителей одной (или нескольких) из них.

3. Определение, какой ущерб и в какой форме мог быть нанесен.

По каждой группе правонарушений приведена матрица, содержащая взаимосвязи между каждым отдельным правонарушением, возможными видами наносимого им ущерба (с подробной характеристикой каждого вида), и направлениями оценки.

4. Оценка величины ущерба

Определение стоимостной величины ущерба строится на основании оценки бизнеса, оценки ценных бумаг, а также экспертизы доходов, которые могли бы быть получены от альтернативного использования средств. Разработан ***стандартизированный подход*** к определению стоимостной величины ущерба: последовательность действий; базовые принципы определения стоимостного ущерба; конкретные методы оценки; ее информационная база.

Последовательность работ при проведении оценки представлена в следующем виде:

1. Предварительная аналитическая работа, сбор необходимой информации;
2. Оценочные работы;
3. Подготовка экспертного заключения.

Базовые принципы оценки основываются на нормативных актах, регулирующих оценочную деятельность, и общепринятых стандартах оценки.

Однако стандартные подходы, разработанные для оценки нормально функционирующего бизнеса и по инициативе бизнеса (или, по крайней мере, в условиях, когда объект оценки не препятствует ее проведению), не всегда применимы для оценки компаний, нарушающих интересы своих акционеров и инвесторов. Если общество не предоставляет информацию своим совладельцам или органам государственной власти, нет никакой надежды, что такая информация будет предоставлена оценщику. В связи с этим технология анализа правонарушений на финансовом рынке и оценки ущерба от них опирается на комбинированный подход, базирующийся на профессионализме оценочной организации и предполагающий использование экспертных оценок в случаях, когда проведение профессиональной оценки затруднено или требует уточнения. В качестве экспертов могут привлекаться специалисты оценочных компаний, профессиональных участников рынка ценных бумаг, консалтинговых и аудиторских компаний и т.д.

Экспертное мнение может использоваться для уточнения результатов профессиональной оценки, когда применение одного и более подходов невозможно или нецелесообразно. Приведем пример. Надо оценить ущерб, нанесенный акционерам в результате крайне неэффективного управления обществом. Основная хозяйственная деятельность не ведется без объективных на то оснований, а общество получает убытки за счет списания активов, административных и управленческих расходов. Сделки с акциями как этого общества, так и компаний-аналогов на организованном рынке ценных бумаг не совершаются. В такой ситуации ни доходный, ни сравнительный подходы к оценке применяться не могут, а для определения итоговой величины нанесенного ущерба должен быть привечен эксперт.

С другой стороны, экспертное мнение необходимо для определения ущерба в форме упущенной выгоды, т.е. подсчета доходов, которые могли бы быть получены пострадавшим в случае, если его право, не было бы нарушено. Например, человек решил продать принадлежащие ему акции и выяснил, что еще три года назад они были списаны с его счета регистратором (весьма распространенная в России ситуация), а за этот период общество выплачивало дивиденды. Соответственно, сумма ущерба будет складываться из стоимости пакета акций, суммарного объема дивидендов, а также тех сумм потенциального дохода, который мог бы получить человек при инвестировании дивидендных платежей, если бы таковые ему были выплачены.

В каждом из модулей разработанной технологии анализа правонарушений на финансовом рынке и оценки ущерба от них ***направлениям оценки***, необходимым при выявлении стоимостной величины ущерба при том или ином правонарушении, посвящены специализированные матрицы взаимосвязей «правонарушение – ущерб – оценка». В абсолютном большинстве случаев определение стоимостной величины нанесенного ущерба строится на основе оценки ценных бумаг, а порядок процедур зависит от формы оцениваемого ущерба: реальный ущерб или ущерб в форме упущенной выгоды.

Расходы на восстановление нарушенного права мы не вносим в этот перечень, т.к. они не зависят непосредственно от вида правонарушения: это судебные издержки, расходы на проведение экспертизы, привлечение юристов. При подаче иска о взыскании такого ущерба в пользу пострадавшего привлечение эксперта или оценщика не требуется: все эти расходы учитываются в сумме документально подтвержденных платежей.

Если ценные бумаги имеют публичные котировки, то величину нанесенного ущерба также относительно несложно определить. Например, реальный ущерб в форме неправомерного списания ценных бумаг равен произведению рыночной цены (котировки) ценной бумаги и количества ценных бумаг.

Более сложным и неоднозначным вопросом является определение величины реального ущерба и сумм упущенной выгоды при отсутствии публичных котировок, т.е. в абсолютном большинстве случаев нанесения ущерба акционерам в российской практике. Разработаны рекомендации по порядку расчетов в такой ситуации. Такой порядок зависит от форма и направления нанесения ущерба.

Например, если имущественный ущерб проявляется в снижении потенциальной стоимости ценных бумаг (в случае неэффективного управления, как в приведенном ранее примере, при выводе активов, продаже продукции по заниженным ценам и т.д.), то ущерб будет определяться на основании разницы в рыночной цене бумаги. Для этого оценка ценных бумаг через оценку бизнеса проводится на две даты: до и после совершения правонарушения. Результаты оценки должны быть скорректированы на действие факторов, не связанных с правонарушением (например, на результат оценки может повлиять резкий рост или падение цен на недвижимость).

Если нарушителем были искусственно занижены причитающиеся к выплате суммы (например, по долговым обязательствам) или, напротив, он неправомерно способствовал необоснованному росту цен на ценные бумаги, то для определения величины ущерба необходимо определить реальную стоимость активов.

Итогом оценки является **экспертное заключение**, содержащие три основные части:

1. ***Аналитическая часть.*** Содержит исследование причинно-следственных связей между правонарушением и нанесенным ущербом, раскрывающая ситуацию и демонстрирующая процесс совершения правонарушения и его последствия.
2. ***Оценочная часть.*** Включает обоснование направления и объектов оценки, результаты работ профессионального оценщика, а также экспертов (при необходимости.
3. ***Расчет итоговой стоимостной величины ущерба,*** содержащий интегральную размер ущерба, полученный на основании данных оценки и проведенной экпертизы.

Практические примеры демонстрируют применение предлагаемых методик и подходов в ситуациях, основанных на распространенных противоправных ситуаций.

<u>От первых опытов – к широкому применению</u>

Технология выявления и оценки ущерба от правонарушений на фондовом рынка прошла апробацию в ситуациях нарушения прав г.Москвы как акционера (оценка ущерба, нанесенного менеджерами акционерным обществам с участием города).

Разработка технологии анализа правонарушений на финансовом рынке и оценки ущерба от них является важным первым шагом в систематизации знаний и процедур, направленных на защиту прав инвесторов. Впервые создано практическое руководство собственника, не только полностью осведомленного о том, кто, как и в какой форме может нарушить его права, но и о том, как их защитить, что противопоставить нарушителю. С одной стороны, такие рекомендации являются подспорьем для частных инвесторов, небольших обществ, не располагающих специалистами в области фондового рынка, представителей государства в хозяйственных обществах, правоохранительных органов, с другой – служат инструментом предотвращения правонарушений.