

Роберт Фишер, заместитель директора департамента международной деятельности Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC):

“Большинство манипуляций на рынке происходит из-за распространения ложных слухов”

Несмотря на то что украинский фондовый рынок по-прежнему принято считать недоразвитым, на наших биржах манипуляции с ЦБ уже проводятся по “международным стандартам”. Еще в прошлом году Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР) разработала законопроект “О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины”, который предполагает введение ответственности за манипулирование ценами на фондовой бирже. Согласно документу, подобные действия будут караться штрафом до 500 нмдг (сейчас — 8,5 тыс.грн.) и аннулированием профессионального сертификата специалиста, совершившего подобное нарушение. По словам фондовиков, определение термина “манипулирование”, данное в законопроекте, настолько туманно, что под санкции сможет угодить почти любой профессиональный торговец ЦБ. Сами же чиновники ГКЦБФР уверены, что злоупотребление инсайдерской информацией и манипулирование ценами на украинском рынке встречаются достаточно часто. При этом, согласно ст.232-1 Уголовного кодекса “Разглашение или использование необнародованной информации об эмитенте или его ЦБ”, за подобные действия предусмотрена уголовная ответственность до трех лет лишения свободы. Однако никого из участников рынка по этой статье пока не наказали. Чтобы научиться отслеживать злоупотребления на фондовом рынке, ГКЦБФР недавно пригласила в гости своих американских коллег. В составе делегации в Киеве побывал и заместитель директора департамента международной деятельности Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) Роберт Фишер, который провел для наших чиновников мастер-класс по борьбе с биржевыми манипуляциями. О методах мошенничества на фондовых биржах и способах их выявления Роберт Фишер рассказал и в эксклюзивном интервью БИЗНЕСу.

ДОСЬЕ БИЗНЕСа

РОБЕРТ ФИШЕР,

заместитель директора департамента международной деятельности Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC)

РОДИЛСЯ: 9 сентября 1954 г. в Вашингтоне (США).

ОБРАЗОВАНИЕ: Университет Дюка (г.Дарем, Северная Каролина), доктор экономики (1982 г.); Гарвардский университет, юрист (1991 г.).

КАРЬЕРА: 1991–1992 гг. — юридическая фирма (ЮФ) Fried Frank, юрист в сфере ЦБ; 1992–1993 гг. — ЮФ Skadden Arps, юрист по торговому законодательству; 1993–1994 гг. — Апелляционный суд США для округа Колумбия, помощник судьи; 1994–1997 гг. — ЮФ Fried Frank, юрист в сфере ЦБ; 1997–1998 гг. — ЮФ Sidley Austin, юрист в сфере телекоммуникаций; 1998–2000 гг. — консалтинговая фирма Corporate Executive Board, менеджер; 2000–2001 гг. — ЮФ Fried Frank, старший юрист; 2001–2004 гг. — отдел экономического анализа SEC, финансовый экономист; с 2004 г. — заместитель директора департамента международной деятельности SEC.

СЕМЕЙНОЕ ПОЛОЖЕНИЕ: женат, четыре дочери.

УВЛЕЧЕНИЕ: коллекционирование пожарных автомобилей.



О МАНИПУЛИРОВАНИИ

— **Что такое, на ваш взгляд, манипулирование ценами на фондовом рынке?**

— Я бы определил такие действия как преднамеренные, направленные на то, чтобы обмануть инвестора, искусственно влияя на цены ЦБ. При этом прибыль для манипулятора — это убытки для инвесторов.

— **Какие схемы обмана инвесторов чаще всего используют манипуляторы на развитых рынках?**

— Один из самых распространенных видов манипулирования — это так называемые торговые манипуляции. Например, вам необходимо раздуть цену на акции конкретного эмитента. Для этого вы покупаете все больше и больше его акций. Но каждый раз, покупая пакет ЦБ, вы знаете, что на самом деле он приобретен по завышенной цене. И чем больше вы раздуваете цены, тем больше затрат несете. Теоретически вы должны продать все бумаги на взлете. Но на практике, когда вы начинаете продавать, цена на акции снижается. Поэтому, полагаясь исключительно на торговые манипуляции, трудно заработать деньги. Следует отметить, что торговые манипуляции часто используют в сочетании с другими незаконными действиями.

— **С какими именно?**

— Их несколько. Первый вариант — использование для такого рода манипулирования чужих денег. Например, если вы управляющий активами инвестиционного фонда. Второй вариант — подписание отдельного контракта, например контракта на деривативы, по которому можно получить прибыль от повышения или понижения цены. Третий — использование еще и манипулирования информацией для того, чтобы вызвать ажиотажный спрос или панику среди инвесторов. Четвертый вариант — использование так называемых “отмытых сделок”. Это когда под разными именами вы осуществляете сделки за свой счет. То есть продаете и покупаете у себя самого. Одну из схем, которую часто используют мошенники, мы называем схемой “бойлерных продаж” (*термин появился после выхода на экран кинофильма “Boiler Room” (в переводе с английского — бойлерная), где главный герой-брокер по телефону продает акции никому не известной, но якобы перспективной компании.* — **Ред.**). При ее реализации создается фиктивное акционерное общество (*нет у нас такого понятия.* — **Ред.**), эмитирующее акции. После чего группа неформальных торговцев обзванивает потенциальных жертв с предложением купить у них эти акции. При этом зачастую они дают искаженную информацию об эмитенте и обещают быстрое и гарантированное получение прибыли. Как правило, жертвами мошенников становятся неквалифицированные инвесторы, часто это люди пенсионного или предпенсионного возраста. В то же время лица, организовывающие такую схему, являются достаточно квалифицированными специалистами. И они, для того чтобы запутать следы, реализуют схему в различных юрисдикциях. Очень часто при реализации такой схемы потенциальные жертвы находятся в одной стране, инициатор схемы — во второй, люди, реализующие эту схему, — в третьей, а деньги — в четвертой. У нас был случай, когда нам пришлось расследовать одно дело, затрагивающее 20 юрисдикций. И большую часть денег мы так и не смогли вернуть. Поскольку мошенники постоянно переводят эти деньги с одного счета на другой. Особенно часто манипуляторы открывают такие счета в тех юрисдикциях, где существует так называемая “тайна счетов”.

— **Можете сказать, в каких странах сложнее всего получить информацию о счетах?**

— Если я дам эту информацию, мошенники будут знать, в каких странах лучше прятать деньги. Поэтому мы не разглашаем такие сведения. То есть я не могу сказать. Но регуляторы во всем мире укрепляют сотрудничество друг с другом. Международная организация Комиссий по ценным бумагам разработала многосторонний меморандум о взаимопонимании, способствующий обмену информацией между регулирующими органами. Более 40 стран подписали этот документ. И до 2010 г. все члены Международной организации Комиссий по ценным бумагам должны подписать такой меморандум.

— **Используют ли мошенники манипулирование информацией?**

— Большинство манипуляций на рынке возникает из-за распространения ложных слухов. Например, кто-то сначала покупает крупный пакет, после чего распространяет ложную информацию о положительных изменениях в компании. И когда цена повышается, продает акции по этой высокой цене. Такое манипулирование часто используется с редко торгуемыми акциями, а также с акциями, эмитенты которых — малоизвестные или новые компании.

— **Назовите каналы, которые чаще всего используются для распространения ложной информации об эмитенте?**

— Прежде всего — это фальшивые пресс-релизы, содержащие новости, способные изменить цены на акции. При этом такие новости часто просто выдуманы. Это, могут быть, например, заявления, что компания получила большую прибыль, что она совершила крупную сделку или запустила в производство новый продукт. Также для публикации ложных сведений об эмитенте часто используются интернет-ресурсы. Обычно это делается на форумах, в чатах, в бесплатных или

спам-рассылках. Не так давно произошел интересный случай, когда по электронной почте на тысячи телефонных номеров разослали голосовое сообщение, которое выглядело таким образом, что тот, кто звонил, якобы ошибся номером. В голосовом сообщении женщина рассказывала о том, как ей удалось заработать массу денег на покупке бумаг одного эмитента. При этом женщина жевала сандвич, т.е. запись была очень реалистичной. Надо сказать, что на эту удочку попались тысячи людей. У "инвесторов" остались на руках акции, которые ничего не стоят. А организаторы схемы заработали около \$10 млн на этой манипуляции.

— **Часто ли профессиональные аналитики намеренно обманывают инвесторов?**

— И такое случается. Например, для распространения ложной информации могут использоваться якобы независимые финансовые советники или аналитики. Они за определенную плату от соучастников махинации публикуют рекомендации покупать бумаги определенного эмитента. Причем часто в таких заявлениях указана необходимость срочной покупки.

“Для распространения ложной информации могут использоваться якобы независимые финансовые советники или аналитики.

Они за определенную плату от соучастников махинации публикуют рекомендации о том, что стоит покупать бумаги определенного эмитента”

О РАССЛЕДОВАНИЯХ

— **Из каких источников ваша Комиссия получает информацию о фактах манипулирования на рынке ЦБ?**

— Естественно, от участников рынка, которые пострадали от манипуляций. А также от наших саморегулирующихся организаций, в частности, от бирж и других объединений брокеров. Если цена на какую-либо бумагу резко повышается без видимой причины, а потом так же резко идет вниз, мы можем подозревать, что на рынке было манипулирование. Мы регулярно проверяем брокеров, дилеров и независимых финансовых консультантов. В ходе таких проверок мы часто выявляем нарушения.

— **Как Комиссия расследует случаи манипулирования ценами на рынке?**

— Прежде всего необходимо выяснить, кто на этом заработал. Это не означает, что все они виноваты. Тем не менее на них падает подозрение. Второе — нужно выяснить, кто дезинформатор. После чего попытаться установить связь между этими двумя сторонами.

— **Откуда вы узнаете, что на рынке была инсайдерская торговля?**

— Основной источник — наблюдения. Например, мы видим, что на рынке были проведены очень крупные сделки с ЦБ конкретного эмитента, но никакой публичной информации об этом эмитенте не было. Тогда мы начинаем расследование и смотрим прежде всего на то, кто заработал на осуществлении таких торгов. А потом пытаемся выявить, какие лица (компании-инсайдеры) могли иметь доступ к информации, изменившей рыночную цену. И если мы можем твердо "соединить" людей, заработавших деньги, и людей, имеющих такую информацию, открываем дело против инсайдеров. Должен сказать, Комиссия ежегодно успешно доводит до суда примерно 50 дел по инсайдерской торговле.

— **Что вам позволяет доказать, что это была действительно инсайдерская торговля?**

— Типичный случай инсайдерской торговли доказывается косвенными уликами. Стоит отметить, что инсайдерская торговля — это нарушение гражданского и уголовного законодательства одновременно. У Комиссии нет полномочий возбуждать уголовные дела. То есть мы не можем сажать людей в тюрьму. Поэтому, когда мы возбуждаем дело, то это гражданское дело. Мы требуем от мошенника возратить полученные прибыли, а также налагаем на него штраф. Поэтому наш стандарт доказательства не такой высокий, как при открытии уголовного дела. Нам нужно лишь доказать в суде, что более вероятно, что обвиняемые действительно совершили преступление. А при открытии уголовного дела нужно доказать, что такой недобросовестный поступок, без сомнений, имел место. Поэтому наши дела основываются на косвенных уликах, но эти косвенные улики могут быть очень убедительными. Например, мы выявили торговца, заработавшего очень большие деньги на акциях эмитента непосредственно перед объявлением о его слиянии. Тогда мы можем начать расследование, посмотреть на его счета и узнать, что он это делал, предположим, уже четыре раза. При этом во всех этих слияниях участвовал один и тот же инвестиционный банк, а работник этого инвестиционного банка учился в колледже с человеком, осуществляющим торговлю. Также мы можем найти свидетельства о телефонных переговорах этих двух людей непосредственно перед совершением сделки по слиянию. Когда мы соберем всю подобную информацию, несмотря на то что доказательства будут косвенными, а не прямыми, можно составить убедительное дело о факте инсайдерской торговли. И с достаточно убедительными фактами пойти в суд, чтобы доказать, что вероятность того, что мошенничество имело место, выше, чем вероятность его отсутствия.



— В Украине нельзя обвинить компанию или человека, основываясь на косвенных доказательствах. Затруднит ли это работу украинской Комиссии в борьбе с инсайдерской торговлей?

— Для таких юрисдикций, как ваша, действительно сложнее наводить порядок в этой области. В тех странах, где нужны только прямые доказательства, очень мало дел доводится до суда и вынесения обвинительного приговора.

— Еще перед тем как положение ГКЦБФР, определяющее перечень инсайдерской информации, вступило в силу, на нашем рынке случился один интересный прецедент. Некоторые участники фондового рынка просили ГКЦБФР наказать одного эмитента за использование инсайдерской информации. Этот эмитент объявил о том, что будет проводить реорганизацию, в результате которой пакеты миноритарных акционеров размоются. При этом акционеры не могли докупить акции, чтобы сохранить свою долю. После такого заявления цены на акции предприятия резко снизились. Менеджмент воспользовался ситуацией, скупил акции своего предприятия, а позже провел собрание акционеров и отменил решение о реорганизации. В итоге, акции снова выросли в цене. Наша Комиссия не расценила это как использование инсайдерской информации (см. БИЗНЕС №44 от 30.10.06 г., стр.64-67). А как бы расценила Комиссия США такой поступок эмитента?

— Для того чтобы корректно прокомментировать, нужно провести детальное расследование, изучить все факты. Но я должен отметить, что когда мы начинаем изучать подобные случаи, они часто оказываются совсем не такими, какими мы их представляли, основываясь на первоначальных фактах. Мы проводим очень много расследований, в результате которых выявляем, что никакого нарушения не было. При этом мы не хотим нанести ущерб компании или какому-либо физическому лицу, поэтому все наши расследования конфиденциальны, и никто не должен знать, что мы начали расследование по такой-то компании.

— В Украине многие компании не очень охотно раскрывают о себе информацию. Поэтому работа многих аналитиков сводится к тому, чтобы непосредственно встречаться с руководством компаний и выяснять планы развития. Таким образом, компания-торговец, на которую работает этот аналитик, фактически получает инсайдерскую информацию, на основе чего принимает решение о покупке или продаже ЦБ. Чем тогда работа аналитиков отличается от добывания инсайдерской информации?

— Что хорошо в такой ситуации, так это то, что ваши аналитики заинтересованы проводить высококачественное исследование рынка. Вместе с тем есть опасность, что компания может манипулировать такими отношениями, что приведет к инсайдерской торговле. Из-за таких опасений мы в США приняли новое правило. Оно называется "Справедливое раскрытие информации". Этот нормативный акт говорит о том, что если представитель компании рассказал аналитику то, что еще не известно рынку, такая информация должна стать доступной сразу всем. То есть если в компании аналитику случайно скажут то, что является инсайдерской информацией, тогда компания немедленно должна сделать такую информацию достоянием общественности. У нас был очень большой спор насчет принятия этого нормативного акта. Но мы все равно его приняли, несмотря на то что такая норма уменьшает интерес компаний проводить качественные исследования на рынке.

ОБ АНОНИМНОСТИ

— На наших биржах брокеры пока не пользуются системой "поставка против платежа" (DVP). Кроме того, при совершении сделки стороны знают друг друга. Фондовики утверждают, что такая система позволяет без труда манипулировать ценами на рынке. Согласны ли вы с тем, что при отсутствии DVP и анонимности манипулировать ценами легче?

— Анонимность важна прежде всего для крупных торговцев. Например, один крупный торговец провел фундаментальное исследование на рынке и считает, что сейчас стоит покупать акции такого-то эмитента. При этом он собирается приобрести крупный пакет таких бумаг. Если остальные торговцы знают, что он намерен купить те или иные ЦБ, это сразу повысит цену на рынке и поставит крупного торговца в невыгодное положение. Поэтому крупные торговцы предпочитают, чтобы другие не знали, что именно они стоят за конкретной сделкой. И это нормально, так как рынок заинтересован в том, чтобы крупные игроки (например, инвестиционные фонды) проводили исследования и выявляли потенциально привлекательные бумаги, за что получали бы определенное вознаграждение. Но при этом регуляторам нужно знать, кто именно стоит за крупными сделками, чтобы удостовериться, что нет манипулирования на рынке инсайдерской торговлей. Кроме того, я считаю, что должностные лица (как физлица. — Ред.) компаний не должны иметь возможности тайно совершать сделки. В США мы фактически требуем, чтобы они раскрывали информацию о совершении своих сделок. И если они совершали сделки,

основываясь на инсайдерской информации, тогда против них будет возбуждено дело по инсайдерской торговле.

— **Индекс ПФТС с начала 2008 г. снизился более чем на 30% (см. БИЗНЕС №26 от 30.07.07 г., стр.31, 32). При этом некоторые эксперты утверждают, что на нашем рынке якобы прослеживается целенаправленная игра на понижение. Если бы вы были регулятором в Украине, начали бы вы проводить расследование по этому вопросу?**

— Это будет зависеть от того, что конкретно я услышу. Я думаю, что у брокеров как у группы нет какого-то четкого стимула снижать цены. Они зарабатывают деньги на объемах совершаемых сделок на рынке. И когда цены идут вверх, люди совершают сделки чаще. Поэтому я бы не подозревал их как группу. В то же время есть такое понятие, как "игра на понижение", или "налеты медведей". Это когда манипулятор пытается снизить стоимость бумаги конкретного эмитента. Для того чтобы это сделать, нужно совершить короткие продажи. То есть продать по высокой цене, а затем купить по низкой. Но у вас может возникнуть вопрос, как же можно продать бумаги, если вы их еще не купили? Например, вы можете взять акции займа у брокера и продать их по высокой цене. Потом, когда цена упадет, купить эти акции по низкой цене и вернуть их тому, у кого вы их одолжили. Именно таким способом можно получить деньги от коротких продаж. В то же время, когда на рынке разрешены короткие продажи, это помогает предотвратить "пузыри", если стоимость ЦБ на рынке завышена.

— **Однако короткие продажи пока не разрешены на нашем фондовом рынке.**

— Рынок, на котором отсутствуют короткие продажи, более подвержен оптимистическим "пузырям", которые потом "сдуваются". Поэтому если у вас нет возможности продавать в короткую, то вряд ли будет успешно реализована стратегия игры на понижение. Если только торговцы не нашли какой-то путь совершения коротких продаж, о котором регулятор не знает.

P.S. Рассказанное Робертом Фишером в интервью может не совпадать с позицией Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC).

Беседовала Анна Уляницкая (стр.45-49),
ayeremenko@business.ua
Фото: Кирилл Чуботин

**ПРЕЖДЕ ВСЕГО :: ВЛАСТЬ :: УПРАВЛЕНИЕ :: АЛЬТЕР ЭГО :: КОМПАНИИ И РЫНКИ
ПРО ДОВОЛЬСТВИЕ :: ДОМОСТРОЙ :: АВТОКРАТИЯ**