

# ЖУРНАЛ «ENERGY LAW JOURNAL» («ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО В ОБЛАСТИ ЭНЕРГЕТИКИ»)

---

Подшивка 33, № 1

2012

---

## СРАВНЕНИЕ ПРАВИЛ ПО БОРЬБЕ С МАНИПУЛИРОВАНИЕМ НА РЫНКАХ ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ И ГАЗА В США И ЕС: ПРЕДЛОЖЕНИЕ ПО ВВЕДЕНИЮ ЕДИНОГО СТАНДАРТА

*Шон Леджервуд\* и Дэн Харрис\*\**

**Аннотация:** В настоящей статье мы описываем процесс развития и текущее состояние правил по борьбе с манипулированием в том виде, в котором они применяются на оптовых рынках электроэнергии и природного газа в Соединенных Штатах и Европейском Союзе, а также организации, которые несут ответственность за осуществление надзора за этими правилами. Затем мы сравниваем эти две юрисдикции и обсуждаем их общие черты и различия, а также возможные недостатки в применяемых правилах на внутренних рынках и за их пределами. Мы отмечаем, что хотя категории поведения, запрещенного законодательством США и ЕС, во многом схожи, единого стандарта для определения манипулирования рынком в действительности не существует. Отсутствие в ЕС и США общей системы для исследования поведения, относимого к манипулированию, создает неопределенность для действий по его пресечению, поскольку не обеспечивает надежную защиту для добросовестных участников рынка и приводит к напрасной трате ресурсов на постоянное выявление и сдерживание поведения, которое на самом деле является вполне законным. Мы предлагаем такую экономическую систему описания манипулирования, в которой будут гармонично согласованы все подобные действия и обеспечен единый подход к выявлению, анализу и наказанию поведения, относимого к манипулированию, в рамках юрисдикций США и ЕС.

I.	Введение .....	2
II.	Справочная информация о системах борьбы с манипулированием в США и ЕС.....	3

---

\* Доктор права Университета штата Техас (в г.Остин); доктор философии Университета штата Оклахома. Д-р Леджервуд является старшим консультантом компании The Brattle Group в Вашингтоне, Округ Колумбия, и является приглашенным профессором Института общественно-государственной политики Университета Джорджтауна. Ранее он работал экономистом и консультантом Управления по обеспечению соблюдения законодательства Федеральной комиссии по регулированию энергетики (FERC).

\*\*Магистр экономических наук, Лондонская школа экономики; магистр технических наук, Империял колледж, Лондон. Г-н Харрис является руководителем представительства компании *The Brattle Group* в Риме, Италия.

Высказанные здесь мнения принадлежат только авторам статьи, другие представители компании *The Brattle Group* могут их не разделять. Авторы хотели бы поблагодарить Джона Рэтлифа из компании WilmerHale за его ценные замечания по настоящей статье и г-на Мэтью Л. Хантера за его пояснения по многим вопросам настоящей статьи.

A...	Эволюция правил по борьбе с манипулированием на рынках электроэнергии и природного газа США .....	4
1.	Правило поведения на рынке 2, принятое FERC, Закон об энергетической политике 2005 года (EPA Act 2005) и Правило 1с.....	5
2.	Полномочия Комиссии CFTC по борьбе с манипулированием на энергетических рынках до и после закона Додда-Франка .....	6
B...	Обсуждение европейских мер регулирования и процесса внедрения Постановления REMIT .....	8
1.	Особенности и недостатки Директивы о злоупотреблении положением на рынке (Директива MAD) .....	9
2...	Подготовка специального закона по борьбе с манипулированием на оптовых энергетических рынках.....	11
3.	Постановление о целостности и прозрачности энергетического рынка (REMIT) .....	12
III.	Трудности и потребности в создании единой системы правил.....	14
A.	Сходства и различия институциональных подходов к сдерживанию поведения, относимого к манипулированию .....	15
B.	Имеющиеся на данный момент судебные прецеденты не обеспечивают «единого свода правил» по борьбе с манипулированием .....	17
C.	Предлагаемая система унификации анализа манипулирования рынком .....	19
1.	Система анализа манипулирования рынком .....	20
2.	Характеристики рынка, которые увеличивают вероятность успешного осуществления манипулирования .....	21
3.	Типы поведения, которые могут запустить процесс манипулирования.....	21
a.	Экономически невыгодная торговля .....	21
b.	Откровенное мошенничество .....	24
c.	Применение рыночной силы .....	24
4.	Позиции, которые могут быть целью манипулирования.....	25
5.	Важность причинно-следственной связи .....	26
IV.	Предлагаемые в системе единые правила для выявления, анализа и доказательства (или опровержения) поведения, относимого к манипулированию ....	26
A.	Использование этой системы в качестве вспомогательного средства при мониторинге рынка и надзоре за ним .....	27
B.	Взаимодействие между мониторингом рынка и программами обеспечения соответствия законодательству .....	28
C.	Согласованность действий при обеспечении соблюдения законодательства.....	29
D.	Согласованность системы для различных стандартов по борьбе с манипулированием рынком.....	29
V.	Заключение: Более четкое определение поведения, относимого к манипулированию.....	31

## I. ВВЕДЕНИЕ

За последнее десятилетие в Соединенных Штатах и Европейском Союзе принято беспрецедентное количество законов, запрещающих манипулирование оптовыми рынками электроэнергии и природного газа. В США Федеральная комиссия по регулированию энергетики (FERC) и Комиссия по торговле товарными фьючерсами (CFTC) получили в свое распоряжение новые законы, направленные на борьбу с манипулированием путем мошенничества, а также обрели усиленные полномочия для контроля, выявления и пресечения поведения, относимого к манипулированию, доказательством чему могут служить штрафные санкции в размере 245 миллионов долларов, наложенные FERC на компанию Constellation Energy

Commodities Group, Inc.<sup>1</sup> В Европейском Союзе также были приняты серьезные меры в виде изменения основных элементов законодательства по злоупотреблениям на рынке и начале применения законодательства по злоупотреблениям на рынке к оптовым энергетическим рынкам, на которые раньше распространялись только общие антимонопольные законы. Новое законодательство по борьбе с манипулированием, раскрытию информации и инсайдерской информации, которое будет применяться к энергетическим рынкам, представляет собой наиболее значимое изменение в работе европейский энергорынков с момента начала проекта либерализации Европейского Союза в 1998 году, а следить за его соблюдением будут две новые организации, созданные на уровне ЕС.

Несмотря на значительные отличия в институциональных процессах, применяемых при разработке соответствующих законов по борьбе с манипулированием, а также на разный уровень завершённости и сложности физических и финансовых рынков, которые подлежат регулированию, поведению, которое запрещается законами США и ЕС, даются удивительно похожие определения. Мошеннические действия запрещены всеми этими законами, а действия, в результате которых создаются «искусственные цены» (или попытки таких действий), запрещены в Европейском Союзе и запрещаются комиссией CFTC в США. Хотя можно было бы предположить, что при такой схожести законов существует общий подход к анализу поведения, относимого к манипулированию, судебных прецедентов по таким вопросам немного, и они отличаются отсутствием сквозной логики. Отсутствие обоснованной системы для исследования поведения, относимого к манипулированию, создает неопределенность для действий по его пресечению, поскольку не обеспечивает надежную защиту для добросовестных участников рынка и приводит к напрасной трате регуляторных ресурсов на неэффективные попытки постоянного выявления и сдерживания поведения, о котором отсутствует полное представление, и которому не дано четкого определения.

В настоящей статье мы пытаемся решить эти вопросы и предлагаем экономическую систему, которая может обеспечить единообразный подход к анализу поведения, относимого к манипулированию, для всех случаев, для всех органов, для всех стран и всех континентов. Эта система также позволит в меньшей степени полагаться на субъективные суждения при выявлении действий, которые привели (или не привели) к манипулированию. В разделе II мы описываем развитие законодательства по борьбе с манипулированием, ныне применяемого к оптовым рынкам электроэнергии и природного газа в США и ЕС. В разделе III мы сравниваем и противопоставляем методы применения этих законов, а также доказываем необходимость внедрения единой системы, которую мы предлагаем. В разделе IV мы обсуждаем, как с помощью этой системы можно выработать общий подход к выявлению и анализу поведения, относимого к манипулированию, а также внести единообразие в деятельность по применению законов и обеспечению их соблюдения. В разделе V приведены выводы по обсуждаемым вопросам.

## II. СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ О СИСТЕМАХ БОРЬБЫ С МАНИПУЛИРОВАНИЕМ В США И ЕС

В настоящем разделе мы описываем нормативно-правовые и регуляторные изменения в законодательстве по борьбе с манипулированием на оптовых рынках электроэнергии и природного газа США и ЕС. Хотя физические и финансовые рынки США, как правило, более развиты, чем рынки ЕС, Европейский Союз продвигается в направлении формирования механизмов регулирования необходимых для комплексного мониторинга, выявления, анализа и пресечения поведения, относимого к манипулированию. Эти механизмы близко подошли к своим аналогам в США, с учетом относительно быстрого принятия Постановления REMIT и задержек с вступлением в силу закона Додда-Франка в Соединенных Штатах. Мы начнем с обсуждения состояния законодательства США, направленного на борьбу с манипулированием. Рассмотрению этой темы мы уделяем немного времени, поскольку читатели хорошо знакомы с ней.<sup>2</sup> Далее мы обсудим эволюцию Европейского законодательства по борьбе с манипулированием на энергетических рынках, начиная с момента признания неэффективности

<sup>1</sup> Order Approving Stipulation and Consent Agreement, *Constellation Energy Commodities Group, Inc.*, 138 F.E.R.C. 1 61,168 (2012) [далее – *peueuue no Constellation*].

<sup>2</sup> В частности в выпуске 31 журнала *Energy Law Journal* содержится несколько статей, в которых обсуждаются различные аспекты этой темы с точки зрения законов США. См. Craig Pirrong, *Energy Market Manipulation: Definition, Diagnosis, and Deterrence*, 31 ENERGY L.J. 1 (2010); William Scherman, John Shepherd & Jason Fleischer, *The New FERC Enforcement: Due Process Issues in the Post-EPAct 2005 Enforcement Cases*, 31 ENERGY L.J. 55 (2010); and William F. Demarest, Jr., *"Traditional" NGA Jurisdictional Limits Constrain FERC's Market Manipulation Authority*, 31 ENERGY L.J. 471 (2010).

антимонопольного законодательства в отношении манипулирования, а затем рассмотрим Постановление REMIT, специально разработанное для борьбы со злоупотреблениями на оптовых энергетических рынках. Это даст нам возможность сравнить развитие этих двух систем, и обсудить возможности их координации в будущем. Эта тема рассмотрена в разделе III.

#### *А. Эволюция правил по борьбе с манипулированием на рынках электроэнергии и природного газа США*

До начала этого века ответственность за предотвращение манипулирования рынком лежала на Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), которой были предоставлены полномочия в соответствии с Правилом 10b-5,<sup>3</sup> и Комиссии CFTC, которой полномочия предоставлялись согласно Закону о товарных биржах (CEA).<sup>4</sup> Тогда как Комиссия SEC успешно привлекала виновных к ответственности по делам о применении мошенничества,<sup>5</sup> Комиссии CFTC долго время не удавалось в судебном порядке вести дела согласно стандарту «искусственной цены», установленному Законом CEA.<sup>6</sup> Применение такого сочетания различных законов в отношении пресечения манипулирования привело к значительным пробелам в охвате энергетических рынков, поскольку положения Правила 10b-5 применялись только к ценным бумагам, и не распространялись на товары и финансовые деривативы, тогда как стандарт «искусственной цены», применявшийся Комиссией CFTC, обладал множеством недостатков с точки зрения физической торговли, торговли на саморегулируемых рынках и торговли между различными рынками.<sup>7</sup> Компетенции FERC на запрет такого поведения ограничивались требованиями применявшихся тогда Федеральных законов по электроэнергии<sup>8</sup> и природному газу.<sup>9</sup> Антимонопольное законодательство также оказалось непригодным для пресечения такого поведения, поскольку для манипулирования не обязательно требуется применение рыночной силы, как будет показано в разделе III.<sup>10</sup>

Бурный рост рынков финансовых деривативов в начале 2000х годов навсегда изменил порядок торговли многими товарами, включая энергию.<sup>11</sup> Быстрый рост количества и качества финансовых свопов привел к значительному повышению ликвидности в торговле на оптовых рынках газа и (в меньшей степени) электроэнергии,<sup>12</sup> что позволило участникам физического рынка дополнительно хеджировать свои позиции, однако одновременно предоставило потенциальным манипуляторам большие возможности по накоплению ценопринимающих позиций и извлечению прибыли за счет однонаправленного изменения цен.<sup>13</sup> Как будет

<sup>3</sup> Правило Закона SEC по борьбе с манипулированием включено в 17 C.F.R. § 240.10b-5 (2011) (обнародовано в соответствии с полномочиями, предоставляемыми в п. 15 U.S.C. § 78j(b) (Supp. 2010)).

<sup>4</sup> Правило Комиссии CFTC по борьбе с манипулированием содержится в п. 7 U.S.C. § 13b (Supp. 2010).

<sup>5</sup> См. *работу* In re Richard D. Chema, Exchange Act Release No. ID-71, 60 SEC Docket 121-62 (Aug. 24, 1995) (где описаны «фиктивные сделки» ("wash trades") и «выполнение закрытия» ("marking the close")); SEC v. Zayed, No. 1:98-CV-327 (E.D. Tenn., Sept. 24, 1998) (обвинение в применении схемы «накачка и сброс» ("pump-and-dump")).

<sup>6</sup> Как отметил член Комиссии CFTC Барт Чилтон на совещании группы инвесторов рынка металлов 23 марта 2010 года в Вашингтоне, Округ Колумбия: «за 35 лет было всего одно успешное рассмотрение в суде дела о манипулировании» согласно положениям Закона CEA до появления Закона Додда-Франка. Bart Chilton, Comm'r, CFTC, Remarks of Commissioner Bart Chilton to Metals Market Investors (Mar. 23, 2010), Этим «единственным успешным делом» было дело DiPlacido против CFTC, 364 F. App'x 657 (2d Cir. 2009), cert. denied, 130 S. Ct. 1883 (2010). См. также работы SHAUN LEDGERWOOD, GARY TAYLOR, ROMKAEW BROENH & DAN ARTHUR, THE BRATTLE GRP., LOSING MONEY TO INCREASE PROFITS: A PROPOSED FRAMEWORK FOR DEFINING MARKET MANIPULATION 2, n.5 (Mar. 2011),

<sup>7</sup> 17 C.F.R. § 240.10b-5; 7 U.S.C. § 13b.

<sup>8</sup> FERC осуществляет надзор за оптовыми электроэнергетическими рынками согласно Федеральному закону об электроэнергии. 16 U.S.C. §§ 791-828c (2006). В 1996 году FERC выпустила Указ 888, который открыл оптовые электроэнергетические рынки для конкуренции. Указ 888, *Promoting Wholesale Competition Through Open Access Non-Discriminatory Transmission Services by Public Utilities*, F.E.R.C. STATS. & REGS. N 31,036, 61 Fed. Reg. 21,540 (1996) (codified at 18 C.F.R. pts 35, 385).

<sup>9</sup> FERC обладает полномочиями регулятора оптового рынка природного газа согласно Закону о природном газе. 15 U.S.C. §§ 717-717z (2006). В 1992 году FERC выпустила Указ №636, который открыл оптовые рынки природного газа для конкуренции. Указ No. 636, *Regulation of Natural Gas Pipelines After Wellhead Decontrol*, F.E.R.C. STATS. & REGS. | 30,939, 57 Fed. Reg. 13,267 (1992) (codified at 18 C.F.R. pt. 284).

<sup>10</sup> См. *работу* Shaun Ledgerwood & Paul Carpenter, A Framework for Analyzing Market Manipulation (последний раз обновлена Feb. 3, 2012) (неопубликованная рукопись в процессе редактирования для целей публикации в журнале REVIEW OF LAW & ECONOMICS)

<sup>11</sup> Этот рост отчасти был связан с выходом в 2000 году Закона о модернизации товарных фьючерсов 2000. Pub. L. No. 106-554 app. E, 114 Stat. 2763A-365 (2000). Самое примечательное состоит в том, что в этом законе особо оговаривается освобождение «льготных коммерческих рынков», т.е. освобожденных от налогообложения (рынки ЕСМ) и свопов (обменных операций) двусторонней торговли от надзора и требований отчетности, предусмотренных для торговли продуктами на биржах другого типа, таких как деривативные клиринговые организации (DCO). Закрытие этой «лазейки Энрона» является частью той работы, которую должен выполнить Закон Додда-Франка.

<sup>12</sup> В этот период несколько торговых платформ зарегистрировались в качестве свободных коммерческих рынков (ECM), в том числе Межконтинентальная биржа (ICE) 21 декабря 2001 года.

<sup>13</sup> Возможность манипулирования такими позициями скептически оценивалась первыми авторами, писавшими на эту тему в начале 1990-х годов. См., например, *работу* Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 HARV. L. REV. 503 (1991); Paveen Kumar & Duane J. Seppi, *Futures Manipulation with "Cash Settlement"*, 47 J. FIN. 1485 (1992). См. *работу* Craig Pittong, *Manipulation of Cash-Settled Futures Contracts*, 74 J. BUS. 221 (2001) (рассматривается случай манипулирования фьючерсами, хотя и с точки зрения спекулятивной скупки.)

показано в настоящем разделе, кризис Энрона (Enron) в конце 2001 года позволил понять, что имевшиеся на тот момент возможности FERC по выявлению и предотвращению манипулирования рынком были недостаточными; это привело к тому, что FERC приняла новые правила и в итоге потребовала у Конгресса более широких полномочий в борьбе с манипулированием. После финансового кризиса 2008 года Комиссия CFTC также потребовала и получила дополнительные полномочия по борьбе с манипулированием, которые мы рассмотрим позднее в разделе П.А.2.

1. Правило поведения на рынке 2, принятое FERC, Закон об энергетической политике 2005 года (EPAAct 2005) и Правило 1c

26 июня 2003 года FERC вынесла на общественное обсуждение шесть «Правил поведения на рынке», которые предназначены для противодействия различным типам поведения, которое считается недопустимым для поставщиков электроэнергии, обладающих правом торговли по рыночным ценам.<sup>14</sup> FERC выпустила обновленные варианты этих правил 17 ноября 2003 года; в том числе Рыночного правила 2, направленного против манипулирования оптовым энергетическим рынком.<sup>15</sup> Это правило в явной форме устанавливало запрет на множество различных типов поведения, в том числе действия, которые «умышленно или предсказуемо могут манипулировать рыночными ценами, рыночными условиями или рыночными правилами»<sup>16</sup>, фиктивные сделки<sup>17</sup>, «сделки, проводимые с предоставлением ложной информации»<sup>18</sup>, сделки, создающие, а затем устраняющие искусственные перегрузки<sup>19</sup>, а также сговоры с целью манипулирования<sup>20</sup>. В этой формулировке есть положения, заимствованные из Правила 10b-5 Закона SEC (мошенничество, фиктивная сделка), из Закона SEA (понятие «искусственности»), а также из антимонопольных законов (сговор и применение рыночной силы). В этом правиле также содержится ряд недостатков, наиболее примечательным является общее освобождение от ответственности за поведение, которое было направлено на реализацию законных целей бизнеса, а также отсутствие запрета на манипулирование, осуществляемого со стороны покупателя на рынке, кроме того, отсутствуют подобные положения по надзору за рынками природного газа.<sup>21</sup>

Признавая ограниченность своих полномочий, FERC пыталась получить более широкие права для выявления и предотвращения манипулирования на оптовых рынках природного газа и электроэнергии. Они были предоставлены с введением Закона об энергетической политике 2005 года (EPAAct)<sup>22</sup>, который наложил на FERC компетенции по борьбе с манипулированием привязанные к тем же положениям о противодействии манипулированию путем мошенничества (и связанных с ними относительно успешных судебных прецедентах), которые лежат в основе Правила 10b-5 Закона SEC.<sup>23</sup> Новое Правило 1c по борьбе с манипулированием было принято FERC 19 января 2006 года Указом 670,<sup>24</sup> Оно предоставляет FERC возможность вводить запрет на «какие либо механизмы, схемы или махинации для введения в заблуждение», «какие-либо недостоверные заявления в отношении существенного факта или умолчание о существенном факте, являющемся необходимым для того, чтобы сделанное заявление не вводило в заблуждение», а также на «участие в каких-либо действиях, деятельности или последовательности действий, которые будут являться мошенническими или обманными в отношении какой-либо организации».<sup>25</sup> Признавая в Указе 670, что Правило 1c должно заменить Правило поведения на рынке 2, FERC отменила Правило 2 16 февраля 2006 года.<sup>26</sup>

Закон EPAAct предоставил FERC значительные полномочия по борьбе с манипулированием, которые должно осуществлять Управление по обеспечению соблюдения законодательства, в

<sup>14</sup> *Investigation of Terms and Conditions of Public Utility Market-Based Rate Authorizations*, 103 F.E.R.C. | 61,349 стр. 3, 6 (2003).

<sup>15</sup> *Investigation of Terms and Conditions of Public Utility Market-Based Rate Authorizations*, 105 F.E.R.C. | 61,218 стр. 2003 (2003).

<sup>16</sup> Источник тот же, стр. 35.

<sup>17</sup> Источник тот же, стр. 46.

<sup>18</sup> Источник тот же, стр. 59.

<sup>19</sup> Источник тот же, стр. 70.

<sup>20</sup> Источник тот же, стр. 81.

<sup>21</sup> Источник тот же, стр. 24.

<sup>22</sup> Закон об энергетической политике от 2005 года (EPAAct 05), Pub. L. No. 109-58, §§ 315, 1283, 119 Stat. 594, 691, 97980; см. также, EPAAct 05, sec. 1283, 16 U.S.C. § 824v (2006) и EPAAct 05, sec. 314, 15 U.S.C. § 717c-1 (2006).

<sup>23</sup> Это полномочие предоставлено на основании п. 15 U.S.C. § 78j (2006).

<sup>24</sup> Указ No. 670, *Prohibition of Energy Market Manipulation*, F.E.R.C. STATS. & REGS. | 31,202, 71 Fed. Reg. 4,244 (2006) (codified at 18 C.F.R. pt. 1c).

<sup>25</sup> Источник тот же, стр. 1.

<sup>26</sup> *Investigation of Terms and Conditions of Public Utility Market-Based Rate Authorizations*, 114 F.E.R.C. | 61,165 стр. 115 (61,053).

Остальные Правила поведения на рынке приведены в п. 18 C.F.R. § 35.37 (2011).

состав которого входят отделы аналитики и мониторинга, надзора за энергетическим рынком, аудита и расследований.<sup>27</sup> FERC имеет доступ к средствам правовой защиты в виде судебного запрета<sup>28</sup> и возможность требовать возврата незаконно полученной прибыли.<sup>29</sup> Поскольку согласно Правилу 1с не разрешается применять основания для возбуждения частного иска<sup>30</sup>, компенсация ущерба частных лиц, понесенного ими в результате манипулирования, оплачивается из возвращенных сумм незаконно полученных доходов, поэтому возникает вероятность того, что ущерб частной лица, нанесенный манипулированием, может быть возмещен не полностью.<sup>31</sup> FERC также имеет возможность оценивать гражданско-правовые санкции в размере до 1 миллиона долларов на каждый инцидент в сутки.<sup>32</sup> Пытаясь создать условия пропорциональности аналогичные приведенным в Федеральном руководстве по вынесению приговоров,<sup>33</sup> FERC в 2010 году выпустила Руководство по применению санкций, в котором описан порядок расчета сумм санкций с учетом ущерба, нанесенного манипулированием.<sup>34</sup>

FERC активно применяет свои полномочия с момента введения в силу Правила 1с, за это время она наложила гражданско-правовые санкции на сумму порядка 300 миллионов долларов, выдала решения о возвращении незаконно полученных доходов на сумму 151 миллион долларов и взыскала 5 миллионов долларов по планам обязательного соответствия.<sup>35</sup> Однако в очень известном и крупном деле о манипулировании фьючерсами на природный газ на Нью-Йоркской торговой бирже (NYMEX), Комиссия CFTC открыто оспаривала юрисдикцию FERC, что является признаком того, что между этими двумя организациями существуют трения по поводу мер борьбы с манипулированием даже после введения Закона Додда-Франка.<sup>36</sup> В следующем разделе мы обсудим роль Комиссии CFTC в прошлом, настоящем и будущем при выявлении и предотвращении манипулирования на оптовых рынках электроэнергии и природного газа.

## 2. Полномочия комиссии CFTC по борьбе с манипулированием на энергетических рынках до и после закона Додда-Франка

В годы, прошедшие после ввода в действие Закона о модернизации товарных фьючерсов в 2000 году до введения Закона EРАct 2005, Комиссия CFTC рассматривала дела по обвинению трейдеров в манипулировании на рынках деривативов на электроэнергию и природный газ или на биржевых индексах, обычно закрывая дела на этапе досудебного разбирательства.<sup>37</sup> Сфера полномочий CFTC в этих делах была основана на ее возможностях по регулированию деятельности деривативных клиринговых организаций (DCO), таких, как NYMEX, рынков специализированных контрактов (DCM), таких как LCH Cleargnet,<sup>38</sup> и в меньшей степени, рынков, контролируемых Государственной фьючерсной ассоциацией.<sup>39</sup> Однако продолжали быстро расти внебиржевая торговля деривативами (OTC) и торговля на свободных биржах,<sup>40</sup> что позволяло участникам рынка накапливать крупные однонаправленные позиции по деривативам, не подчиняясь требованиям отчетности CFTC.

<sup>27</sup> Управление по обеспечению соблюдения законодательства (*Office of Enforcement, FERC*).

<sup>28</sup> Закон о природном газе § 20, 15 U.S.C. § 717s(d) (2006).

<sup>29</sup> *Enforcement of Statutes, Order, Rules, and Regulations*, 132 F.E.R.C. | 61,216 at P 216 (2010).

<sup>30</sup> 18 C.F.R. §§ 1c.1(b), 1c.2(b) (2011).

<sup>31</sup> Прибыль манипулятора компенсирует потери контрагентов, которые являются целью манипулирования, но не покрывает потери, понесенные другими пострадавшими в результате мошенничества, посредством которого осуществлялось манипулирование. Дополнительные обсуждения приведены в работе Ledgerwood & Carpenter.

<sup>32</sup> 16 U.S.C. § 825o-1(b) (2006).

<sup>33</sup> U.S. SENTENCING COMM'n, 2011 FEDERAL SENTENCING GUIDELINES MANUAL (Nov. 1, 2011).

<sup>34</sup> *Enforcement of Statutes, Order, Rules, and Regulations*, 130 F.E.R.C. H 61,220 at P 8, *subsequently suspended*, 131 F.E.R.C. | 61,040, *revised and reissued*, 132 F.E.R.C. | 61,216 (2010) [далее – Руководство по применению санкций].

<sup>35</sup> *Civil Penalty Actions*, FERC.

<sup>36</sup> Amicus Brief of Futures Industry Ass'n et al., *Amaranth Advisors, L.L.C. v. FERC*, No. 07-1491 (D.C. Cir. 2008), 2008 WL 4960210.

<sup>37</sup> См., например, документы *In re Avista Energy, Inc.*, CFTC Docket No. 01-21 (Aug. 21, 2001) (electricity futures manipulation); *In re Dynegy Mktg. & Trade*, CFTC Docket No. 03-03 (Dec. 18, 2002) (false reporting re natural gas); *In re WD Energy Servs., Inc.*, CFTC Docket No. 03-20 (July 28, 2003) (false reporting re natural gas); *In re Williams Energy Mktg. & Trading*, CFTC Docket No. 03-21 (July 29, 2003) (false reporting re natural gas); *In re Enserco Energy, Inc.*, CFTC Docket No. 03-22 (July 31, 2003) (false reporting re natural gas); *In re Taylor*, CFTC Docket No. 01-23 (Sept 30, 2003) (electricity futures manipulation); *In re Knauth*, CFTC Docket No. 04-15 (May 10, 2004) (electricity wash trades); *In re Mirant Americas Energy Mktg. LP*, CFTC Docket No. 05-05 (Dec. 3, 2004) (false reporting re natural gas).

<sup>38</sup> *Trading Organizations*, *supra* note 12.

<sup>39</sup> После введения в 2000 году Закона о модернизации товарных фьючерсов, Комиссия CFTC также сохранила некоторую власть над такими кредитно-финансовыми учреждениями, как фьючерсные посредники (FCMs), представляющие брокеры (IBs), операторы товарных пулов (CPOs) и консультанты по торговле товарами (CTAs). *Compliance*, NAT'L FUTURES ASS'N.

<sup>40</sup> Свободные биржи включали в себя рынки ЕСМ и свободные товарные биржи (ЕВОТ - в состав которых входили рынки для торговли свопами погодных индексов, свопами индексов процентных ставок и ипотечные инвестиционные трасты (REIT)). *See generally, Exempt Markets*, CFTC.

Результат неминуемого наложения маловероятных обстоятельств и непрекращающихся спекуляций наиболее ярко проявился при крахе компании Amaranth Advisors, LLC (Amaranth) в сентябре 2006 года.<sup>41</sup> Обе комиссии, FERC и CFTC, возбудили дела о манипулировании на основании оценки поведения этой фирмы перед её разорением; Комиссия CFTC считала, что дело находится в ее компетенции, в силу манипулирования фьючерсными контрактами, а FERC относил его к своей компетенции, поскольку торговые операции, применявшиеся при манипулировании, были связаны с назначением цены на физический газ, который в конечном счёте поставлялся этим контрактам.<sup>42</sup> В ходе этого дела возникли ведомственные разногласия между двумя комиссиями, поскольку обе они по отдельности осуществляли судебное разбирательство и применяли меры пресечения, при этом Комиссия CFTC подала экспертное заключение в поддержку трейдера компании Amaranth Брайана Хантера с целью наложения запрета на судебное разбирательство FERC, и заявила, что это дело находится в её исключительной юрисдикции.<sup>43</sup> Позднее, 22 января 2010 года судья по административным правонарушениям FERC признал г-на Хантера виновным в манипулировании рынком,<sup>44</sup> а FERC утвердила это решение 21 апреля 2011 года.<sup>45</sup>

Непосредственно перед финансовым кризисом 2008 года Комиссии CFTC были предоставлены ограниченные полномочия по регулированию некоторых конкретных финансовых деривативов, которые торговались на рынках ECM и признавались Контрактами, оказывающими значительное воздействие на ценообразование (контракты SPDC).<sup>46</sup> Сразу после кризиса значительно усилилось политическое давление, направленное на ужесточение регуляторного контроля за торговлей свопами. В ответ на это Комиссия CFTC объявила несколько энергетических деривативов контрактами SPDC, в том числе контракты на природный газ и электроэнергию.<sup>47</sup> Возникли слухи о том, что Комиссия CFTC рассматривает вопрос о том, чтобы объявить некоторые финансовые инструменты, подпадающие под юрисдикцию FERC, контрактами SPDC, в частности, финансовые права на передачу (FTR),<sup>48</sup> вопрос, который в конечном счёте был признан правомерным после выхода Закона Додда-Франка в 2010 году.<sup>49</sup> Разногласия между комиссиями продолжались и после введения в

<sup>41</sup> Фирма Amaranth была фондом энергетического хеджирования, который создал очень крупные спекулятивные позиции на базе расчетной цены контракта NYMEX на поставку природного газа. Торговый агент Брайан Хантер обвинялся комиссиями FERC и CFTC в манипулировании ценой NYMEX в трех случаях в начале 2006 года. Хотя эти действия принесли ему прибыль, г-н Хантер вложил эту прибыль в операцию, связанную с ожидаемым ураганом в Мексиканском заливе. Когда никакого урагана не произошло, фонд быстро потерял всякую ценность, что привело к заявке требований о внесении дополнительного обеспечения и в конечном счёте к ликвидации. См. *generally Amaranth Advisors L.L.C.*, 120 F.E.R.C. Н 61,085 (2007). См. *also Ledgerwood & Carpenter, supra* note 10, at 12-14.

<sup>42</sup> 120 F.E.R.C. | 61,085 at P 3; CFTC v. Amaranth Advisors, L.L.C., 554 F. Supp. 2d 523 (S.D.N.Y. 2007).

<sup>43</sup> Экспертное заключение по фьючерсной отрасли (Amicus Brief of Futures Industry Ass'n, *supra* note 36. Комиссия CFTC урегулировала дело против всех ответчиков 12 августа 2009 года, тогда как Комиссия FERC закрыла дело против всех ответчиков, кроме г-на Хантера, 31 августа 2009 года. Судебные документы: Consent Order of Permanent Injunction, Civil Monetary Penalty and Other Relief as to Defendants Amaranth Advisors, L.L.C. and Amaranth Advisors (Calgary) ULC, CFTC v. Amaranth Advisors, L.L.C., No. 07-6682 (S.D.N.Y. Aug. 12, 2009); *Energy Transfer Partners L.P.*, 128 F.E.R.C. | 61,269 at P 9 (2009).

<sup>44</sup> Initial Decision, *Brian Hunter*, 130 F.E.R.C. | 63,004 (2010).

<sup>45</sup> Order Affirming Initial Decision and Ordering Payment of Civil Penalty, *Brian Hunter*, 135 F.E.R.C. | 61,054 (2011). Необходимо отметить, что Комиссия FERC не принимала своего решения то тех пор, пока не было признано несостоятельным прошение г-на Хантера, оспаривающее полномочия FERC. *Brian Hunter v. FERC*, 403 F. App'x 525, 527 (D.C. Cir. Dec. 22, 2010). Г-н Хантер повторно подал свое прошение в судебные инстанции округа Колумбия 20 июня 2011 года, подняв вопрос о том, что Комиссия CFTC может снова вмешаться. *Brian Hunter v. FERC*, No. 11-1236 (D.C. Cir. filed Jun. 20, 2011). Суд удовлетворил ходатайство FERC о закрытии дела 14 октября 2011 года. *Brian Hunter v. FERC*, No. 11-1236, 2011 U.S. App. LEXIS 20974 (D.C. Cir. Oct. 14, 2011).

<sup>46</sup> Эти полномочия были предоставлены Законом США о продовольствии, охране окружающей среды и энергетике от 2008 г. (известен также, как Сельскохозяйственный закон 2008), Pub. L. No. 110-234, 122 Stat. 923.

<sup>47</sup> См., например, документы Final Rule, Order Finding That the Social Border Financial Basis Contract Traded on the IntercontinentalExchange, Inc., Performs a Significant Price Discovery Function, 75 Fed. Reg. 24,648 (2010); Final Orders, Orders Finding That the Mid-C Financial Peak Contract and Mid-C Financial Off-Peak Contract, Offered for Trading on the Intercontinental Exchange, Inc., Perform a Significant Price Discovery Function, 75 Fed. Reg. 38,469 (2010).

<sup>48</sup> См. *письмо* Letter from R. Trabue Bland, Dir. of Regulatory Affairs, IntercontinentalExchange, Inc., to David Stawick, Sec'y, CFTC (Nov. 6, 2009).

<sup>49</sup> После выхода Закона Додда-Франка в Извещении Комиссии CFTC о предложении по разработке правил был задан вопрос о том, не могут ли права FTR и другие инструменты, входящие в юрисдикцию Комиссии FERC, по сути своей относиться к компетенции CFTC. Но при этом было отмечено, что «необходимо рассматривать трактовку этих продуктов в соответствии со стандартами и процедурами, изложенными в разделе 722 Закона Додда-Франка, в порядке отступления от государственных интересов, а не в процессе совместной разработки правил для определения терминов «своп» и «своп на основе обеспечения гарантий». Документ «Предлагаемые правила и толкование терминов» ("Proposed Rules & Interpretations, Further Definition of "Swap," "Security-Based Swap," and "Security-Based Swap Agreement"; Mixed Swaps; Security-Based Swap Agreement Recordkeeping»), 76 Fed. Reg. 29,818, 29,839 (2011) (to be codified 17 C.F.R. pt. 240). В сноске предполагается, что это утверждение не предназначено для того, чтобы придать юрисдикции двойной смысл, но заслуживает внимания то, что по этому пункту не было внесено никаких замечаний. *То же, что и в п.155* ("Однако нельзя применять такой подход для предположений относительно выводов Комиссии о том, являются ли права FTR или любые другие продукты, регулируемые FERC, свопами (или фьючерсными контрактами)»). В документе, зарегистрированном 7 февраля 2012 года региональными передающими организациями (RTO), содержится просьба освободить от юрисдикции CFTC все транзакции RTO, осуществляемые в режиме реального времени, в том числе сделки по купле/продаже электроэнергии на рынке на сутки вперед, виртуальные предложения по купле/продаже, права FTR, системные услуги и сделки по купле/продаже мощности. ISO/RTO

действие Закона Додда-Франка, согласно которому полномочия CFTC по регулированию значительно расширились за счет того, что под надзор Комиссии попали многие лица и сделки, ранее бывшие освобожденными от него, в том числе расширился перечень регулируемых лиц (дилеры свопов, крупные участники свопов)<sup>50</sup>, расширились требования к отчетности,<sup>51</sup> появилось требование о том, что свопы, подлежащие обязательному клирингу, должны проходить клиринг в деривативных клиринговых организациях (DCO) после торгов на своповых биржах или рынках специализированных контрактов (DCM),<sup>52</sup> требования о расширении пределов обязательной позиции<sup>53</sup> с освобождением конечного пользователя<sup>54</sup> и о постепенной ликвидации свободных рынков ЕСМ и товарных бирж EВOT.<sup>55</sup> Эти разногласия между регулирующими органами сохраняются и сейчас, поскольку комиссии к моменту написания этой статьи по-прежнему не подписали Меморандум о взаимопонимании (MOU), предусмотренный Законом Додда-Франка, начиная с 11 января 2011 года.<sup>56</sup>

Закон Додда-Франка также направлен на содействие Комиссии CFTC в решении проблемы, связанной с необходимостью сбора множества доказательств, требующихся согласно стандарту «искусственной цены» Закона СЕА для подтверждения факта манипулирования. Хотя Комиссия CFTC смогла получить первые положительные результаты в судебных разбирательствах в 2009 году,<sup>57</sup> она тем не менее стремилась к приведению формулировок в законодательстве в соответствие с Правилom 10b-5 Закона SEC, принимая во внимание относительную успешность судебного преследования по делам, связанным с манипулированием. В Законе Додда-Франка это было реализовано путем введения двойного положения, первое из которых сформулировано на основе Правила 10b-5, а второе - на основе действующего согласно Закону СЕА стандарта о выявлении искусственной цены.<sup>58</sup> Такая возможность выбора не только упрощает сбор доказательств для CFTC, освобождая её от необходимости представлять искусственную цену в качестве материального элемента обвинения,<sup>59</sup> но и создает предпосылки для выравнивания полномочий CFTC по противодействию манипулированию с полномочиями FERC и других государственных органов США и ЕС, которые имеют такие цели.<sup>60</sup> Как будет показано далее в разделе III, если будет принята единая система для анализа манипулирования, то в будущем может быть создана более согласованная позиция для анализа поведения, относимого к манипулированию.

### *В. Обсуждение Европейских мер регулирования и процесса внедрения Постановления REMIT*

До конца 2011 года основным элементом законодательства Европейского Союза, направленного на борьбу с манипулированием рынком, была Директива о злоупотреблении положением на рынке (2003/6/ЕС) (Директива MAD).<sup>61</sup> Директива MAD, в настоящее время находящаяся на

Consolidated Request for CFTC Exemption from Regulation at 5-9, CFTC (Feb. 7, 2012), Однако в этом документе нет никаких требований об освобождении от полномочий CFTC, связанных с борьбой против манипулирования, право решить вопрос о юрисдикции применения принудительных мер оставлено комиссиям. Источник тот же, что и в п. 3.

<sup>50</sup> Proposed Rule & Interpretations, Further Definition of "Swap Dealer," "Security-Based Swap Dealer," "Major Swap Participant," "Major Security-Based Swap Participant" and "Eligible Contract Participant", 75 Fed. Reg. 80,174 (2010) (to be codified 17 C.F.R. pt. 240).

<sup>51</sup> См. документы Proposed Rule, Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements: Pre-Enactment and Transition Swaps, 76 Fed. Reg. 22,833 (2011) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 46); Interim Final Rule, Reporting Certain Post-Enactment Swap Transactions, 75 Fed. Reg. 22,833 (2011) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 44); Notice of Proposed Rulemaking, Reporting, Recordkeeping, and Daily Trading Records Requirements for Swap Dealers and Major Swap Participants, 75 Fed. Reg. 76,666 (2010) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 23); Proposed Rule, Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements, 75 Fed. Reg. 76,574 (2010) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 45).

<sup>52</sup> Notice of Proposed Rulemaking, Core Principles and Other Requirements for Swap Execution Facilities, 76 Fed. Reg. 1,214 (2011) (to be codified at 17 C.F.R. pt. Notice of Proposed Rulemaking, Core Principles and Other Requirements for Swap Execution Facilities, 76 Fed. Reg. 80,572 (2010) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 1, 16, 38); 17 C.F.R. pts. 1, 21, 39, 140 (2011).

<sup>53</sup> 17 C.F.R. pts. 1, 150, 151 (2011).

<sup>54</sup> Proposed Rule, End-User Exceptions to Mandatory Clearing of Swaps, 75 Fed. Reg. 80,747 (2010) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 39).

<sup>55</sup> Хотя Законом Додда-Франка предусмотрено расформирование этих организаций, Комиссия решила продлить срок постепенной ликвидации. См. Final Orders, Orders Regarding the Treatment of Petitions Seeking Grandfather Relief for Exempt Commercial Markets and Exempt Boards of Trade, 75 Fed. Reg. 56,513 (2010).

<sup>56</sup> Kate Winston & Esther Whieldon, *CFTC, FERC Squabble Stalls MOUs: Wellinghoff*, PLATTS: ELECTRIC POWER DAILY (Dec. 20, 2011), MOU требуется согласно Закону Додда-Франка, Pub. L. No. 111-203, title VII, § 720(a)(1)(A), (B), (C), 124 Stat. 1376, 1657 (codified at 15 U.S.C. § 8308 (Supp. 2010)).

<sup>57</sup> DiPlacido v. CFTC, 364 F. App'x 657 (2d Cir. 2009).

<sup>58</sup> См. Prohibition on the Employment, or Attempted Employment, of Manipulative and Deceptive Devices, 17 C.F.R. § 180.1 (2011); Prohibition on Price Manipulation, 17 C.F.R. § 180.2 (2011).

<sup>59</sup> См. LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 6, at 6-7.

<sup>60</sup> Необходимость в двойном стандарте для судебного преследования «манипулирования путем применения рыночной силы» и манипулирования путем мошенничества оспаривается Пирронгом. (См. Pirrong, *supra* note 2, at 5). Однако, как будет показано далее, система, которую мы предлагаем, работает одинаково хорошо при любых стандартах и может использоваться для описания манипулирования в целом.

<sup>61</sup> См. Directive No. 2003/6, of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), 2003 O.J. (L 96) 16 (EC) [далее - MAD 2003/6]; Commission Directive No. 2004/72, of 29 April 2004 Implementing Directive 2003/6 of the European Parliament and of the Council as Regards Accepted Market Practices, the Definition of Inside Information in



этапе доработки под новым названием Постановление о злоупотреблении положением на рынке (MAR),<sup>62</sup> применяется в отношении «финансовых инструментов»,<sup>63</sup> которыми являются ценные бумаги, деривативы на товары, опционы, свопы и любые другие инструменты, допущенные к торговле на регулируемых рынках,<sup>64</sup> биржах многосторонней торговли (МТФ)<sup>65</sup> или бирж организованной торговли (ОТФ),<sup>66</sup> а также в отношении любых связанных с ними внебиржевых финансовых инструментов (ОТС).<sup>67</sup> По сути Директива MAD была европейским предшественником Закона Додда-Франка<sup>68</sup>, предназначенным для запрета манипулирования на финансовых рынках Европейского Союза. Однако в отличие от США, где финансовые реформы происходили после создания специальных структур регулирования для оптовых физических рынков газа и электроэнергии, Директива MAD была выпущена до создания органов, регулирующих формирующиеся оптовые энергетические рынки Европейского Союза.

### 1. Особенности и недостатки MAD

Директива MAD по сути состоит из двух важных элементов. Во-первых, она запрещает манипулирование рынком, примерами которого являются: совершение сделок или подача заявок на торговлю, «которые подают... ложные или вводящие в заблуждение сигналы о предложении, спросе или цене на финансовые инструменты»;<sup>69</sup> совершение сделок или подача заявок на торговлю, «в которых применяются фиктивные махинации или иные виды обмана или введения в заблуждение»;<sup>70</sup> «распространение в средствах массовой информации сведений, которые подают ложные или ошибочные сигналы» о стоимости финансовых инструментов;<sup>71</sup> и «накопление... крупных доминирующих позиций в отношении спроса или предложения финансовых инструментов, в результате которого происходит установление ... цен купли/продажи или формирование иных несправедливых условий торговли».<sup>72</sup> Во-вторых, Директива MAD запрещает торговлю на основе инсайдерской информации и устанавливает правила раскрытия инсайдерской информации.<sup>73</sup> В Директиве MAD дается определение инсайдерской информации: «Точная информация, которая отсутствует в открытых источниках и имеет прямое или косвенное отношение к одному или нескольким таким дериватам, и которую участники рынков, на которых торгуются эти деривативы, должны получать в соответствии с порядком, установленным на этих рынках».<sup>74</sup>

Важно то, что торговля товарами, включая торговлю электроэнергией и газом, *не* подпадает под действие Директивы MAD, если не считается, что это торговля деривативами на товары. Следовательно, газовые или электроэнергетические продукты, торгуемые вне биржи (включая форвардные газовые и электроэнергетические продукты, не торгуемые на бирже) по определению не являются финансовыми инструментами, и Директива MAD к ним не применяется; этот вопрос мы далее обсудим более подробно. Поскольку большая часть объемов газа и электроэнергии в Европейском Союзе торгуется на внебиржевой основе, Директива MAD не применяется к большей части сделок по газу и электроэнергии. Хотя точное количество

---

Relation to Directives on Commodities, the Drawing up of Lists of Insiders, the Notification of Managers' Transactions and the Notification of Suspicious Transactions, 2004 O.J. (L 162) 70 (EC).

<sup>62</sup> *Commission Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation (MarketAbuse)*, at 56, COM (2011) 651 final (Oct. 20, 2011).

<sup>63</sup> *Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in Financial Instruments Repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council*, at 16869, COM (2011) 656 final (Oct. 20, 2011) (defining financial instruments).

<sup>64</sup> *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Financial Instruments and Amending Regulation [EMIR] on OTC derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories*, at art. 2(5), COM (2011) 652 final (Oct. 20, 2011) [далее - *Oct. 20, 2011 Proposal*] («Термин «Регулируемый рынок» определен как многосторонняя система, управляемая оператором рынка, которая сводит или упрощает сведение интересов большого количества заинтересованных в покупке и продаже сторон (третьих лиц) на рынке финансовых инструментов - в рамках системы и в соответствии с её обязательными правилами - таким образом, что в результате заключается контракт на куплю/продажу финансовых инструментов, допущенных к торговле согласно правилам или регламентам, эта система должна также обладать необходимыми разрешениями и функционировать на регулярной основе») Определение регулируемого рынка также дается в Статье 1(13) Директивы 93/22/ЕЕС. Council Directive 93/22, 1993 O.J. (L 141) 27, 32 (ЕЕС).

<sup>65</sup> *Oct. 20, 2011 Proposal, supra* note 64, at art. 2(6) (МТФ определяется как "многосторонняя система, управляемая инвестиционной фирмой или оператором рынка, которая сводит интересы большого количества заинтересованных в покупке и продаже сторон (третьих лиц) на рынке финансовых инструментов - в рамках системы и в соответствии с её обязательными правилами»).

<sup>66</sup> Источник тот же 2(7) (ОТФ определяется как «любая система или площадка, которая не является регулируемым рынком или МТФ, работает под управлением инвестиционной фирмы или оператора рынка, в которой интересы нескольких третьих сторон в купле/продаже финансовых инструментов могут взаимодействовать в системе»).

<sup>67</sup> Источник тот же 2(1).

<sup>68</sup> *См. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).*

<sup>69</sup> MAD 2003/6, *supra* note 61, at art. 1(2)(a).

<sup>70</sup> Источник тот же 1(2)(b).

<sup>71</sup> Источник тот же 1(2)(c).

<sup>72</sup> *Тот же источник.*

<sup>73</sup> Источник тот же 2.

<sup>74</sup> Источник тот же 1(1).

продуктов, продаваемых на внебиржевых рынках, с трудом поддается определению, по оценкам Европейской Комиссии в 2009 году лишь 16% торгуемых объемов электроэнергии, подпадало под действие Директивы MAD.<sup>75</sup>

Еще одним смежным законодательным документом является Директива о рынках финансовых инструментов (MiFID).<sup>76</sup> Директива MiFID по сути своей предназначена для обеспечения финансовой стабильности и защиты инвесторов (хотя ее положения нацелены преимущественно на защиту мелких инвесторов).<sup>77</sup> Как отмечала Европейская Комиссия, цель защиты инвесторов «представляется менее важной для энергетики, поскольку энергетические деривативы - это, как правило, не инвестиционные продукты, они в основном используются в качестве инструментов хеджирования для снижения ценовых рисков участников энергетических рынков (например, некоторых энергокомпаний)».<sup>78</sup> Более того, как и MAD, Директива MiFID применяется только к финансовым инструментам и поэтому не распространяется на большинство реально торгуемых объемов энергии.

Поскольку положения Директивы MAD по борьбе с манипулированием применяются только к рынкам деривативов, регуляторы и государственные органы контроля конкуренции могут осуществлять судебное преследование по подозрению в манипулировании рынками физической энергии только на основании общего антимонопольного законодательства.<sup>79</sup> В Европе такими законодательными документами являются Статья 102 Договора о функционировании Европейского Союза, которая запрещает злоупотребление доминирующим положением, и Статья 101 этого Договора, в которой запрещаются картели и другие соглашения, которые могут нарушить свободную конкуренцию на общем рынке Европейской экономической зоны.<sup>80</sup> Однако, как мы поясним далее в этой статье, во многих случаях манипулирования рынком не применяется доминирующее положение в понимании Статьи 102. Позиция, созданная манипулятором, может быть краткосрочной и переходной, а соответствующие рынки - трудно определяемыми. Соответственно, отсутствие специального законодательства для борьбы с манипулированием рынком и другими формами злоупотреблений на рынке чрезвычайно усложнило доведение до суда дел по подозрению в злоупотреблении на рынках газа и электроэнергии ЕС. По мере роста и либерализации энергетических рынков Европы увеличивалось количество рынков, подверженных злоупотреблению, и потребность в эффективном законодательстве становилась все более острой.

Эта проблема была признана уже в 1999 году Регулятором энергетики Великобритании Ofgem.<sup>81</sup> Британские рынки газа и электроэнергии были первыми либерализованными рынками Европы и поэтому первыми испытали на себе злоупотребления рыночной силой.<sup>82</sup> Для решения выявленных проблем, связанных со злоупотреблением рыночной силой в электроэнергетическом «пуле» Великобритании и с отсутствием эффективного законодательства для судебного преследования такого поведения, Регулятор энергетики Ofgem добавил в лицензию каждого генератора, действующего на рынке Великобритании, так называемое «лицензионное условие о запрете рыночных злоупотреблений» (условие MALC).<sup>83</sup> Это условие запрещает владельцу лицензии злоупотреблять рыночной силой, каждому генератору запрещено также злоупотреблять своим положением и оказывать отрицательное воздействие на потребителей или нарушать конкуренцию между компаниями.<sup>84</sup> Две генерирующие компании отказались от такого изменения их лицензионных условий, и в результате генеральный директор по электроснабжению (DGES) передал это дело в Комиссию по конкуренции Великобритании.<sup>85</sup> В 2000 году Комиссия по конкуренции согласилась с

---

<sup>75</sup> *Commission Staff Working Document: Impact Assessment: Accompanying Document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Energy Market Integrity and Transparency*, at 13, SEC (2010) 1510 final (Dec. 8, 2010) [далее - *Final Impact Assessment*].

<sup>76</sup> См. Council Directive 2004/39, On Markets in Financial Instruments, 2004 O.J (L 145) 1 (EC).

<sup>77</sup> *Тот же источник.*

<sup>78</sup> *Final Impact Assessment, supra note 75.*

<sup>79</sup> В некоторых регионах Европы (или на некоторых рынках) существует специальное национальное законодательство по борьбе со злоупотреблениями, например, в скандинавском электроэнергетическом пуле и на рынке EX в Германии. Но это, скорее, исключение из правил. NORDIC ENERGY REGULATORS, *THE NORDIC FINANCIAL ELECTRICITY MARKET* 50 (2010),.

<sup>80</sup> См. Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, arts. 101, 102, Mar. 30, 2010, 2010 O.J. (C 83) 47, 88-89.

<sup>81</sup> *About Us*, OFGEM.

<sup>82</sup> *A Leading Voice in Europe*, OFGEM.

<sup>83</sup> Генерация электроэнергии в Великобритании - это вид деятельности, подлежащий лицензированию. Генераторы должны получать лицензии, которые выдает Регулятор энергетики Великобритании. Consultation, Ofgem, *Addressing Market Power Concerns in the Electricity Wholesale Sector - Initial Policy Proposals* 5 (Mar. 30, 2009) (Ref: 30/09).

<sup>84</sup> *Тот же источник.*

<sup>85</sup> UK COMPETITION COMM'N, *AES & BRITISH ENERGY: A REPORT ON REFERENCES MADE UNDER SECTION 12 OF THE ELECTRICITY ACT* 1989, app. 2.1 (2001).

апелляцией и аннулировала условие MALC, отметив помимо прочего, что данное Ofgem определение злоупотребления было настолько широким, что «создавало неопределенность из-за того, что представлялось затруднительным отличить приемлемое поведение от поведения, имеющего характер злоупотребления, и возникал риск ограничения нормального конкурентного поведения». <sup>86</sup> Тот факт, что Регулятор Ofgem не смог ввести в действие лицензионное условие о запрете злоупотреблений, говорит о проблемах, с которым долгое время приходится сталкиваться многим регуляторам и органам по конкуренции в борьбе со злоупотреблениями на энергетических рынках ЕС.

## 2. Подготовка специального закона по борьбе с манипулированием на оптовых энергетических рынках

Следующий важный шаг в формировании законодательства по борьбе со злоупотреблениями на энергетических рынках был сделан в 2006 и 2007 годах, когда Европейская Комиссия провела широкомасштабное «отраслевое исследование» рынков электроэнергии и газа ЕС согласно положениям Статьи 17 Постановления 1/2003 о применении правил конкуренции, содержащихся в Договоре. <sup>87</sup> В результате исследования были сделаны следующие выводы:

Система мониторинга торговли на оптовых рынках (например, на энергетических биржах) может повысить доверие к рынку и уменьшить риск манипулирования рынком. Регуляторы должны иметь право собирать необходимую информацию по этим вопросам и обмениваться ею. Они должны иметь право давать рекомендации по применению принудительных действий к нарушителям или право самим осуществлять такие принудительные действия. <sup>88</sup>

На основании этих и иных связанных с ними выводов в декабре 2007 года Европейская Комиссия обратилась в Комитет европейских регуляторов рынков ценных бумаг (CESR) и в Группу европейских регуляторов в области электроэнергии и газа (ERGEG) за консультацией по вопросам ведения учета и прозрачности сделок в контрактах на поставку электроэнергии и газа и деривативах. <sup>89</sup> Европейская Комиссия также просила изучить возможность распространения сферы действия Директивы MAD на торговлю энергией и энергетическими деривативами. <sup>90</sup>

В октябре 2008 года CESR/ERGEG сообщили свои выводы. <sup>91</sup> Они согласились с тем, что Директива MAD не распространяется на спотовые и форвардные энергетические продукты, которые «не допускаются к торговле на регулируемом рынке» и что «в отсутствие четкого определения информации, которую участники товарных рынков должны получать в соответствии с порядком, установленным на этих рынках, регуляторам ценных бумаг трудно применять определение инсайдерской информации, разработанное для товарных деривативов». <sup>92</sup> По сути дела, участники товарных рынков могут заявить, что, поскольку, на этом рынке не принято, например, объявлять о внезапном закрытии производственного предприятия, они не раскрыли эту информацию, и торговля в условиях сокрытия такой инсайдерской информации будет считаться законной. Комитет CESR и Группа ERGEG рекомендовали применять «обязательства о раскрытии информации, конкретизированные для каждого сектора», которые обяжут участников рынка «своевременно раскрывать информацию, которая может повлиять на цены на физических рынках и рынках деривативов». <sup>93</sup> Более важно то, что Комитет CESR и группа ERGEG рекомендовали разработать «специализированную систему по борьбе со злоупотреблением на рынках в рамках энергетического законодательства для всех электроэнергетических и газовых продуктов, на которые не распространяется действие Директивы MAD», <sup>94</sup> отметив, что:

Не рекомендуется просто расширять область действия правил по борьбе со злоупотреблениями в Директиве MAD (инсайдерская торговля и манипулирование) и применять её к физическим продуктам,

---

<sup>86</sup> Источник тот же, п. 1.12.

<sup>87</sup> Council Regulation (EC) No 1/2003, On the Implementation of the Rules on Competition Laid Down in Articles 81 and 82 of the Treaty, art. 17, 2002 O.J. (L 1) 1, 13.

<sup>88</sup> *DG Competition Report on Energy Sector Inquiry, at 17, SEC (2006) 1724 (Jan. 10, 2007) (emphasis omitted).*

<sup>89</sup> Comm. of Eur. Sec. Regulators [CESR] & Eur. Regulators' Grp. for Elec. & Gas [ERGEG], *Advice to the European Commission in the Context of the Third Energy Package, Response to Question F.20 — Market Abuse*, at 6 and annex I, CESR/08-739, E08-FIS-07-04 (Oct. 2008).

<sup>90</sup> Тот же источник.

<sup>91</sup> Тот же источник.

<sup>92</sup> Источник тот же, п. 3-4.

<sup>93</sup> Источник тот же, п. 4.

<sup>94</sup> Тот же источник.

в частности потому, что она не будет отражать потребности рынков газа и электроэнергии, а будет создавать риск неправильного применения Директивы MAD в других областях.<sup>95</sup>

### 3. Постановление о целостности и прозрачности энергетического рынка (REMIT)

На основании рекомендаций CESR/ERGEG в 2009 и 2010 годах Европейская Комиссия разработала предложения по созданию специализированной системы для борьбы со злоупотреблением на энергетических рынках. 8 декабря 2010 года Европейская Комиссия представила свои предложения по тексту Постановления о целостности и прозрачности энергетического рынка (REMIT).<sup>96</sup> REMIT и MAD должны дополнять друг друга с тем, чтобы устранить недостатки нормативно-правовых документов, описанные выше. Основными двумя элементами REMIT, как и MAD, являются запрет на использование инсайдерской информации и запрет на манипулирование рынком. REMIT применяется к оптовым энергетическим продуктам, которыми являются «контракты на поставку природного газа или электроэнергии» с поставкой в Европейском Союзе;<sup>97</sup> «деривативы, относящиеся к природному газу и электроэнергии», которые произведены, продаются/покупаются или поставляются в Европейском Союзе;<sup>98</sup> «контракты, связанные с транспортировкой природного газа или электроэнергии в Европейском Союзе»;<sup>99</sup> и «деривативы, связанные с транспортировкой природного газа или электроэнергии» в Европейском Союзе.<sup>100</sup> Эти определения применяются независимо от того, где и как эти продукты продаются/покупаются, но не применяются к финансовым инструментам, которые подпадают под действие Директивы MAD.<sup>101</sup>

Согласно рекомендациям CESR/ERGEG формулировки REMIT в большей мере соответствуют специфике рынков газа и электроэнергии, чем формулировки MAD. Например, в Постановлении REMIT отсутствуют такие недостатки Директивы MAD, как слишком широкое определение инсайдерской информации («неопубликованная точная информация, которая становится доступной участникам рынка в соответствии с «порядком, установленным на этом рынке»»).<sup>102</sup> В REMIT четко определено, что к инсайдерской информации относится «информация о мощности и использовании оборудования для производства, хранения, потребления или передачи электроэнергии или природного газа или информация о мощности и использовании оборудования по производству сжиженного газа, включая плановые или неплановые отключения этого оборудования»,<sup>103</sup> что уменьшает неясность в отношении типов информации, которая подпадает под это определение. Обязательство о раскрытии инсайдерской информации относится ко всем участникам рынка, которые в Постановлении определены как «лица, которые заключают сделки, включая размещение заявок на торговлю на одном или нескольких оптовых энергетических рынках».<sup>104</sup>

Определение термина «манипулирование рынком» в REMIT по сути то же самое, что и в Директиве MAD, и включает в себя запрет на манипулирование путем мошенничества и на поведение, в результате которого устанавливается искусственная цена.<sup>105</sup> В декларативной части дается ряд примеров манипулирования энергетическим рынком, включая

умышленное предоставление ложной информации организациям, которые выполняют анализ цен или готовят отчеты о работе рынков, с целью введения в заблуждение участников рынка, действующих на основании этих анализов цен или отчетов; умышленное распространение сведений о том, что имеющиеся в наличии мощности для генерации электроэнергии или газоснабжения, или объем фактической пропускной способности сетей передачи электроэнергии или транспортировки газа отличаются от тех мощностей и объемов, которые в действительности технически доступны, тогда, когда такая информация влияет или может повлиять на цену оптовых энергетических продуктов.

<sup>95</sup> Источник тот же, п. 5.

<sup>96</sup> Commission Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Energy Market Integrity and Transparency, COM (2010) 726 final (Dec. 8, 2010) [далее - *REMIT Proposal*].

<sup>97</sup> Council Regulation (EU) No 1227/2011, On Wholesale Energy Market Integrity and Transparency, at art. 2(4)(a), 2011 O.J. (L326) 1, 6 [далее - *REMIT*].

<sup>98</sup> *Id.* at art. 2(4)(b).

<sup>99</sup> Источник тот же 2(4)(c).

<sup>100</sup> Источник тот же 2(4)(d); *see also Draft Report of the Comm. on Indus., Research and Energy on the Proposal for REMIT*, at art. 2(4) (July 15, 2011) [далее - *Draft Report*].

<sup>101</sup> *REMIT*, *supra* note 97, at art. 1(2).

<sup>102</sup> MAD 2003/6, *supra* note 61, at art. 1(1).

<sup>103</sup> *REMIT*, *supra* note 97, at art. 2(1)(b).

<sup>104</sup> Источник тот же 2(7).

<sup>105</sup> Источник тот же 2(2).

Хотя эти примеры достаточно наглядны, они не дают всестороннего определения поведения, которое запрещено законом как относящееся к манипулированию.<sup>106</sup>

С точки зрения сфер полномочий и ответственности преимущество Европейского Союза по сравнению с США заключалось в том, что деятельность началась почти с чистого листа. Соответственно, появились две новые организации, сферы полномочий и ответственности которых разграничены, и они будут следить за исполнением требований REMIT и Директивы MAD, в которую будут внесены изменения. Агентство по взаимодействию органов регулирования энергетики (ACER), которое было создано согласно Постановлению (ЕС) No.713/2009 и официально начало свою деятельность в марте 2011 года, отвечает за контроль соблюдения Постановления REMIT.<sup>107</sup> Европейская организация по ценным бумагам и рынкам (ESMA), которая была создана в ноябре 2010 года, отвечает за соблюдение требований MAD.<sup>108</sup> Как и в случае взаимодействия Комиссий FERC и CFTC в США, нам еще предстоит выяснить, насколько хорошо сложится сотрудничество между этими органами на практике, поскольку сохраняется возможность ведомственных конфликтов и разногласия в делах, которые связаны как с оптовыми энергетическими продуктами, так и с финансовыми инструментами.

В REMIT содержится требование о том, чтобы участники рынка предоставляли ACER отчетность по всем сделкам, проведенным с оптовыми энергетическими продуктами, включая заявки на участие в торговле; за счет этого повышается прозрачность рынка.<sup>109</sup> Точный формат и сроки предоставления отчетности будут определены в последующих исполнительных распоряжениях Европейской Комиссии по введению в действие REMIT.<sup>110</sup> Подобным образом участники рынка обязаны предоставлять ACER и национальным регулирующим органам (NRA) информацию о наличии мощностей и использовании оборудования для производства, хранения и передачи электроэнергии и газа; детализация также будет представлена в последующих исполнительных распоряжениях.<sup>111</sup> В REMIT предусмотрены требования о том, что Агентство ACER должно осуществлять мониторинг торговли на оптовых энергетических рынках, используя собранные им данные.<sup>112</sup> Эти данные будут также предоставлены национальным регуляторам, которые также смогут осуществлять мониторинг рынков на национальном уровне.<sup>113</sup> В Статье 16 REMIT описаны формы взаимодействия и отчетности этих организаций и содержится требование о том, чтобы национальные регуляторы сотрудничали с ACER с целью реализации требований REMIT.<sup>114</sup> «регуляторы [NRA], уполномоченные финансовые органы и органы, ответственные за вопросы конкуренции] . . . могут установить наиболее подходящие формы сотрудничества . . . для обеспечения эффективного осуществления расследований и применения мер принуждения».<sup>115</sup>

Национальные регуляторы должны немедленно сообщать ACER, если у них возникнут подозрения о совершении действий, которые отрицательно воздействуют на оптовые энергетические рынки или цены оптовых энергетических рынков, в соответствующей стране-члене ЕС или других странах-членах ЕС.<sup>116</sup> Агентство ACER обязано «сообщать ESMA и [соответствующим] уполномоченным финансовым органам» о предполагаемых злоупотреблениях, которые «происходят или уже произошли на оптовых энергетических рынках и [оказывают влияние] на финансовые инструменты».<sup>117</sup> В случае, когда ACER подозревает случай нарушения REMIT, оно вправе потребовать, чтобы NRA расследовали этот случай и/или предоставили всю необходимую информацию ACER.<sup>118</sup> Агентство ACER также может сформировать целевые рабочие группы из представителей государственных регулирующих органов разных стран для расследования дел по подозрению в злоупотреблениях при трансграничной торговле.<sup>119</sup> Постановление также обязывает страны-члены ЕС

<sup>106</sup> Тот же источник. в декларативной части 13.

<sup>107</sup> Council Regulation (EC) No 713/2009, Establishing an Agency for the Cooperation of Energy Regulators, art. 1(1)-(2), 2009 O.J. (L 211) 1, 4.

<sup>108</sup> Council Regulation (EU) No 1095/2010, Establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), art. 1(1)-(5), 2010 O.J. (L 331) 84, 93-94.

<sup>109</sup> REMIT, *supra* note 97, at art. 8.

<sup>110</sup> Источник тот же 8

<sup>111</sup> Источник тот же 8(5).

<sup>112</sup> Источник тот же 7

<sup>113</sup> Источник тот же 7(2).

<sup>114</sup> Источник тот же 16.

<sup>115</sup> Источник тот же 16(1).

<sup>116</sup> Источник тот же 16(2).

<sup>117</sup> Источник тот же 16(3)(b).

<sup>118</sup> Источник тот же 16(4)(a)-(b).

<sup>119</sup> Источник тот же 16(4)(c).

устанавливать систему санкций за нарушение REMIT<sup>120</sup> и предоставить NRA «полномочия по проведению расследований и применению санкций» с целью обеспечения соблюдения требований.<sup>121</sup> Согласно REMIT санкции должны быть «эффективными, оказывающими сдерживающее воздействие и пропорциональными характеру, продолжительности и серьезности нарушений, ущербу, нанесенному потребителям, и потенциальной прибыли от торговли с применением инсайдерской информации и манипулирования рынком».<sup>122</sup> Тогда как страны-члены ЕС обязаны самостоятельно разработать собственные системы санкций, Европейская Комиссия будет принимать меры по обеспечению согласованности этих систем.<sup>123</sup>

Согласованный текст REMIT был утвержден Европейским Парламентом в первом чтении 14 сентября 2011 года и Европейским Советом - 10 октября 2011 года.<sup>124</sup> Текст REMIT был опубликован в официальном журнале Европейского Союза 8 декабря 2011 года, а 28 декабря 2011 года Постановление вступило в силу.<sup>125</sup> Поскольку в отрасли возникла озабоченность тем, что достаточно широкие формулировки Постановления могут привести к тому, что законные способы торговли могут быть ошибочно охарактеризованы как манипулирование, Агентство ACER выпустило инструкцию по применению определений манипулирования согласно закону, однако она в основном состоит из повторов примеров, приведенных в REMIT, и дополнений к ним, а также ряда конкретных примеров типов поведения, которое может считаться подозрительным.<sup>126</sup> Необходимо также отметить, что в настоящее время в Директивы MiFID и MAD вносятся изменения, в основном, с целью уточнения некоторых определений и устранения имеющихся «лазеек» или исключений.<sup>127</sup> Европейская Комиссия также вынесла на обсуждение Постановление по инфраструктуре энергетического рынка (EMIR), в котором на участников рынка налагаются требования по отчетности, а также дополнительные требования по финансовому обеспечению и клирингу в отношении стандартизированных товарных продуктов.

В REMIT явным образом предусмотрено, что Агентство ACER «может установить связь и заключить административные соглашения с органами надзора, международными организациями и руководством третьих стран, особенно тех, которые воздействуют на энергетический рынок ЕС, для того чтобы добиться согласованности нормативно-правовых систем».<sup>128</sup> В Законе Додда-Франка также содержатся конкретные положения об участии в торговле иностранных компаний, тем самым признается, что позиции, приобретенные за рубежом, могут быть использованы для манипулирования точно так же, как и позиции, которые ранее приобретались в рамках внебиржевой торговли или на свободных рынках.<sup>129</sup> Поскольку торговля энергией будет становиться все более многонациональной, рынки финансовых деривативов, которые обеспечивают такие сделки, будут также развиваться. Поэтому межведомственное и межгосударственное сотрудничество является важным условием создания эффективной и всесторонней системы по борьбе с манипулированием как внутри США и ЕС, так и между ними. В следующем разделе мы рассмотрим те факторы, которые могут помочь или помешать в этой деятельности.

### III. ПРОБЛЕМЫ И НЕОБХОДИМОСТЬ СОЗДАНИЯ ЕДИНОЙ СИСТЕМЫ ПРАВИЛ

В настоящем разделе мы обсуждаем необходимость введения единой системы правил для обнаружения, анализа, доказательства (или опровержения) и предотвращения манипулирования на оптовых рынках электроэнергии и природного газа. Начнем с обсуждения характеристик организаций, которым поручено внедрять и координировать новые законы и правила по борьбе с манипулированием. Хотя мы отметили много общего в системах, созданных в США и ЕС для борьбы с манипулированием, мы также обсудили некоторые отличия, которые могут помешать эффективной совместной работе. Затем мы обсудили отдельные случаи применения прецедентного права в США и примеры, содержащиеся в REMIT и не дающие четких указаний

<sup>120</sup> Источник тот же 18.

<sup>121</sup> Источник тот же 13.

<sup>122</sup> Источник тот же 18.

<sup>123</sup> *Id.* at 2011 O.J. (L 326) 1, 16.

<sup>124</sup> Press Release, Council of the European Union, New Framework for Monitoring of Energy Markets Adopted (Oct. 10, 2011).

<sup>125</sup> REMIT, *supra* note 97.

<sup>126</sup> Agency for the Cooperation of Energy Regulators [ACER], *Guidance on the Application of the Definitions Set out in Article 2 of Regulation (EU) No 1227/2011 on Wholesale Energy Market Integrity and Transparency*, at 3 (Dec. 20, 2011) [далее - *ACER Guidance*].

<sup>127</sup> Press Release, European Comm'n, New Rule for More Efficient, Resilient and Transparent Financial Markets in Europe (Oct. 20, 2011).

<sup>128</sup> REMIT, *supra* note 97, at art. 19.

<sup>129</sup> *См.* Notice of Proposed Rule Making, Registration of Foreign Boards of Trade, 75 Fed. Reg. 70,974 (2010) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 48); *see also* Dodd-Frank § 738, 7 U.S.C. § 6(b) (Supp. 2010).

о том, какое поведение должно считаться манипулированием, что приводит к формированию стандартов типа «Я пойму что это оно, когда увижу это»<sup>130</sup>, которые являются плохим руководством для регуляторов, пытающихся скоординировать действия по обеспечению соблюдения законов, и для участников рынка, которые пытаются соответствовать требованиям закона. По этой причине во время последних консультаций ЕС по вопросам MAD и MiFID прозвучал призыв о создании «единого свода правил»<sup>131</sup>, который сможет помочь во внедрении новых законов по борьбе с манипулированием, это мнение неоднократно выражал председатель Комиссии CFTC Генслер при обсуждении координации действий различных организаций в США, а также действий США и ЕС.<sup>132</sup> Для достижения этой цели мы в конце этого раздела предлагаем систему, предназначенную для достижения единообразия при анализе поведения, относимого к манипулированию, в любых судебных делах, в любой стране, при любом законодательстве, в любых организациях и на всех континентах.

*А. Сходства и различия институциональных подходов к сдерживанию поведения, относимого к манипулированию*

Хотя Европейский Союз и Соединенные Штаты при создании комплексной системы надзора за торговлей физическими и финансовыми товарами шли разными путями, структуры регулирования, которые возникли в результате различных законотворческих процессов, на удивление похожи. Например, при сравнении Закона Додда-Франка, Директив MiFID, MAD и Постановления REMIT видно сходство торговых платформ, которые подлежат регулированию,<sup>133</sup> типов регулируемых инструментов,<sup>134</sup> типов поведения, подлежащего регулированию,<sup>135</sup> и средств, используемых для обеспечения соответствия (судебные запреты и санкции). В основном полномочия и обязанности государственных регуляторов также распределены одинаково, как показано в Таблице 1.

**Таблица 1:  
Сравнение организаций по борьбе с манипулированием**

Регулируемые рынки	США	Европейский Союз
<b>Физический природный газ</b>	FERC, регулирующие органы штатов	ACER, национальные регулирующие органы
<b>Деривативы природного газа</b>	CFTC, FIA, SROs	EMSA, уполномоченные финансовые органы
<b>Физическая электроэнергия</b>	FERC, регуляторы штатов, RTO, независимые контролеры рынка	ACER, государственные регулирующие органы
<b>Деривативы на электроэнергию</b>	CFTC и/или FERC в Региональных передающих организациях (RTO); в других случаях CFTC	EMSA, уполномоченные финансовые органы

<sup>130</sup> *Jacobellis v. Ohio*, 378 U.S. 184, 197 (1964) (Stewart, J. concurring).

<sup>131</sup> EUROPEAN COMM'N, PUBLIC CONSULTATION ON A REVISION OF THE MARKET ABUSE DIRECTIVE (MAD) 13-16 (June 25, 2010), available at [далее - MAD CONSULTATION]; EUROPEAN COMM'N, PUBLIC CONSULTATION: REVIEW OF THE MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE (MiFID) 7 (Dec. 8, 2010), [далее - MiFID CONSULTATION].

<sup>132</sup> Gary Gensler, CFTC Chairman, Remarks at the London School of Economics (Oct. 13, 2011).

<sup>133</sup> Например, в Законе Додда-Франка предусматривается регулирование организаций DCO, рынков DCM, спотовых бирж SEF и рынков FCM в Соединенных Штатах, которые приблизительно сопоставимы с регулируемыми рынками, биржами MTF, систематическими интернализаторами и биржами OTF в Европейском Союзе. *Compare, Trading Organizations*, *supra* note 12, with MiFID CONSULTATION, *supra* note 131, § 2.2.

<sup>134</sup> Сюда входят фьючерсы, опционы и свопы. CFTC регулирует фьючерсы и связанные с ними опционы, применяя свои полномочия согласно Закону CEA, тогда как регулирование свопов полностью осуществляется согласно Закону Додда-Франка. *See generally, Commodity Exchange Act*, CFTC, (regarding futures and options contracts); *Dodd-Frank Act*, CFTC, MiFID CONSULTATION, *supra* note 131, § 2.2.3; and MAD CONSULTATION, *supra* note 131.

<sup>135</sup> Сюда входит торговля с использованием инсайдерской информации (или «важной неопубликованной информации» согласно Закону Додда-Франка) и манипулирование рынком путем мошенничества или создания искусственной цены. См. Final Rule, Prohibition on the Employment, or Attempted Employment, of Manipulative and Deceptive Devices and Prohibition on Price Manipulation, 76 Fed. Reg. 41,398, 41,410 (2011) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 180); MAD CONSULTATION, *supra* note 131, §§ 1-2; and REMIT, *supra* note 97, at arts. 4, 5.

Даже при наличии структурного сходства нельзя забывать о том, что процессы развития этого направления были совершенно разными и привели к созданию многих организаций, которым необходимо будет взаимодействовать, чтобы эффективно выполнять свои обязанности по борьбе с манипулированием. В США устранение ведомственных разногласий между FERC и CFTC представляет собой более простую задачу, чем совмещение философских разногласий относительно того, какое поведение является манипулированием.<sup>136</sup> Взаимодействие федеральных регуляторов и регуляторов штатов друг с другом и с частными организациями (типа SRO или «Независимые контролеры рынка») может сопровождаться такими же проблемами, в частности, потому что задачи по борьбе с манипулированием для них менее приоритетны (или вообще отсутствуют). В действительности при обеспечении соблюдения законов могут возникнуть непредвиденные накладки или расхождения, как, например, в случаях, когда по обвинению в поведении, которое считается манипулированием, применяется еще и ответственность по антимонопольным законам.<sup>137</sup> Еще более серьезные разногласия возможны внутри Европейского Союза, поскольку в разных странах ЕС энергетические рынки значительно отличаются по размерам и сложности. Могут также возникнуть разногласия между регуляторами разных стран ЕС и уполномоченными финансовыми органами на почве различия их возможностей и готовности содействовать достижению общеевропейских целей, определенных в REMIT. И последнее, поскольку физическая и финансовая торговля энергией – это вид деятельности, для которого все в большей мере характерна глобализация, координация действий всех стран по контролю манипулирования будет становиться все более серьезной проблемой, особенно, если страны с крупными рынками не присоединятся к общей борьбе.

Особенно важным для достижения успеха скоординированных действий по обеспечению соблюдения норм будет эффективное осуществление сбора, обработки и анализа огромного количества данных.<sup>138</sup> Необходимо устранить различия между системами; но пока в эти системы не будут внесены изменения, и они не будут соответствовать минимальным требованиям, необходимо идти на компромиссы.<sup>139</sup> Данные должны храниться на носителях, которые эффективны с точки зрения затрат и доступны для уполномоченных государственных органов, но при этом достаточно надежны и обеспечивают защиту закрытых данных и другой важной информации, например, касающейся стратегически значимой инфраструктуры. Анализ накопленных данных также будет осуществляться разными способами в зависимости от ресурсов, имеющихся в каждой организации, отвечающей за надзор. Способы анализа сначала должны быть разработаны и согласованы внутри каждой организации, а затем они должны быть скоординированы между организациями, насколько позволят ресурсы. Короче говоря, создание всесторонней системы для выявления и анализа манипулирования потребует огромных усилий и средств на первом этапе, а для дальнейшего поддержания системы по мере развития рынков потребуются также весьма значительные вложения.

В систему обеспечения соблюдения законов по борьбе с манипулированием потребуется вложить ресурсы, как и в развитие функции мониторинга рынка. Именно в этой точке возникает необходимость скоординированной аналитической системы для исследования манипулирования, поскольку различия между юрисдикциями могут быть использованы участниками в свою пользу, а также для целей скрытия незаконной деятельности, используя расхождения в правилах разных рынков.<sup>140</sup> Как мы покажем далее, система взглядов и понятий

---

<sup>136</sup> В частности, обязанность FERC состоит в том, чтобы обеспечивать «Надежное, эффективное и устойчивое энергоснабжение потребителей [и] помогать потребителям получать надежные, эффективные и бесперебойные услуги по энергоснабжению по разумной цене путем применения соответствующих регуляторных и рыночных средств». *About FERC*, FERC. Сравните: «Обязанностью CFTC является защита потребителей рынка и общества от мошенничества, манипулирования, различных злоупотреблений и систематического риска, связанного с деривативами, которые подпадают под действие Закона о товарных биржах, и содействие созданию открытых, конкурентных и устойчивых в финансовом отношении рынков». *Mission & Responsibilities*, CFTC. Таким образом, поведение, которое одна организация считает потенциально опасным и имеющим характер манипуляций, другая организация может оценить как безопасное и не имеющее последствий.

<sup>137</sup> Например, обоснованное с экономической точки зрения удержание мощностей производителем электроэнергии с целью получения прибыли за счет цены, назначаемой на остальные его генерирующие мощности, может расцениваться как нарушение антимонопольных законов и манипулирование рынком. См. *generally* *United States v. KeySpan Corp.*, 763 F. Supp. 2d 633 (2011). Это поясняется далее в настоящей статье.

<sup>138</sup> Например, три из тридцати двух полномочий CFTC по Закону Додда-Франка касаются сбора данных. См. *generally*, *Rulemaking Areas*, CFTC.

<sup>139</sup> Например, такие простые различия, как отличие метрической системы измерений от английских стандартов измерений могут помешать анализу данных, которые при единой системе измерений можно было бы сравнивать. Более сложный аспект: необходима большая осторожность при анализе, чтобы гарантировать, что сравниваемые инструменты, торгуемые на различных торговых площадках, на самом деле аналогичны друг другу. Например, на бирже NYMEX Henry Hub продукт в виде свопа, торгуемого на веб сайте CME Group, составляет 2 500 ММБте, поставляемых в течение контрактного месяца, тогда как Henry Hub в виде свопа, торгуемого на площадке ICE, составляет 2 500 ММБте, поставляемых *ежедневно* в течение контрактного месяца, это означает, что количество будет в 28-31 раз больше, чем эквивалент свопа на площадке CME Group. *Compare, Henry Financial LDI Fixed Price, ICE with, Henry Hub Natural Gas Last Day Financial Futures*, CME GROUP.

<sup>140</sup> See *generally* LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 6, at 8.



относительно обеспечения соблюдения законодательства, которая в настоящее время полностью построена на основе законов США по борьбе с манипулированием, представляет собой набор судебных дел, рассмотренных комиссиями SEC, CFTC и FERC, которые скорее выносят оценку поведению, а не создают всестороннюю экономическую теорию, которая во всей полноте рассматривает причины и следствия поведения, относимого к манипулированию. Постановление REMIT фактически также построено на ряде примеров, с помощью которых можно определить поведение, относимое к манипулированию, инструкция ACER по этому вопросу составлена аналогичным образом.<sup>141</sup> Хотя эти документы, безусловно, полезны, они не обеспечивают стандартизированный подход к манипулированию в соответствии с концепцией единого свода правил, который мы считаем обоснованным и выгодным как участникам рынка, так и соответствующим государственным органам путем обеспечения большей определенности в отношении поведения, которое должно быть запрещено во всех юрисдикциях.<sup>142</sup>

*В. Имеющиеся на данный момент судебные прецеденты не являются «единым сводом правил» по борьбе с манипулированием*

Помимо исков, возбужденных Комиссией SEC, лишь одно судебное разбирательство по законодательству США о борьбе с манипулированием было успешно доведено до конца.<sup>143</sup> Относительный успех Комиссии SEC в этом вопросе часто приписывают применению Правила 10b-5, которое направлено на борьбу с манипулированием, осуществляемым путем мошенничества, и в котором не требуется доказывать факт создания искусственной цены.<sup>144</sup> Однако экономическая логика, лежащая в основе судебных прецедентов SEC на основании Правила 10b-5, является противоречивой и построенной на выводах, сделанных на основании разнообразных примеров типов поведения, а не на основании обоснованной теории манипулирования. Примерами таких дел являются судебное преследование за применение таких схем, как фиктивные сделки,<sup>145</sup> торговля с использованием инсайдерской информации,<sup>146</sup> «регистрация сделки при закрытии биржи»,<sup>147</sup> «искусственное раздувание активности с ценными бумагами с целью их более частого появления на дисплее»,<sup>148</sup> «накачка и сброс»,<sup>149</sup> а также за другие действия, когда «недоверенная информация распространяется на рынке».<sup>150</sup> Если утрировать подход к манипулированию по принципу «Я пойму что это оно, когда увижу это», то любое ложное или ошибочное утверждение, сделанное участником торговли, может позднее быть вырвано из контекста и приведет к необоснованному наказанию. Это особенно справедливо для энергетических рынков, где по причине большой сложности и

<sup>141</sup> См. generally ACER Guidance, supra note 126.

<sup>142</sup> Авторы предложили систему, разработанную в контексте REMIT, ранее в этом году. SHAUN LEDGERWOOD, DAN HARRIS, BIN ZHOU & PINAR BAGCI, THE BRATTLE GRP., DEFINING MARKET MANIPULATION IN A POST-REMIT WORLD (2011). Эта статья стала поводом для проведения семинара, организованного компанией The Brattle Group и проведенного в Лондоне 20 октября 2011 года. Conference Schedule, The Brattle Group: Perspectives on the Implementation and Enforcement of REMIT: A Seminar on Manipulation Concerns in European Energy Markets (Oct. 20, 2011).

<sup>143</sup> DiPlacido v. CFTC, 364 Fed. App'x 657 (2nd Cir. 2009). Дело, возбужденное FERC против Брайана Хантера, торгового агента фирмы Amaranth, сейчас находится на апелляции после того, как FERC отказала в проведении повторных слушаний 11 ноября 2011 года. Order Denying Rehearing, Brian Hunter, 137 F.E.R.C. H 61,146 (2011) [далее - Hunter Rehearing]. См. также Brian Hunter v. FERC, No. 11-1477 (D.C. Cir. filed Dec. 12, 2011).

<sup>144</sup> 17 C.F.R. § 240.10b5-1 (2011); Hunter Rehearing, supra note 143, at PP 5-11.

<sup>145</sup> Фиктивные сделки осуществляются для создания оттока товара с последующим притоком, без какого-либо заметного воздействия на рыночную цену. Такие схемы запрещены в разделе 9a-1 Закона о ценных бумагах и биржах 1934 года. 15 U.S.C. § 78i(a)(1).

<sup>146</sup> Такие дела рассматриваются как незаконное завладение информацией в нарушение фидуциарной обязанности (обязанность агента действовать честно и грамотно в интересах заказчика) и подпадают под широкое определение «манипулирование рынком». Эта «незаконного завладения» появилась в деле O'Hagan, 521 U.S. 642, 652 (1997). Как и в случае с фиктивными сделками, для успешного решения дела не требуется доказывать заметное воздействие на цену. Инсайдерская торговля запрещена согласно Section 10b5-1 of the Securities Exchange Act of 1934. 17 C.F.R. § 240.10b5-1.

<sup>147</sup> Это происходит, когда торговец активизирует свою деятельность в конце торгового дня, чтобы с выгодой для себя изменить цену закрытия биржи. SEC v. Masri, 523 F. Supp. 2d 361, 372-372 (S.D.N.Y. 2007); Markowski v. SEC, 274 F.3d 525, 529 (D.C. Cir. 2001) (stating that "'manipulation' can be illegal solely because of the actor's purpose").

<sup>148</sup> «Искусственное раздувание активности с ценными бумагами с целью их более частого появления на дисплее» означает создание видимости торговой активности без фактического изменения собственности. Masri, 523 F. Supp. 2d at 367 n. 10 (quoting Nanopierce Techs., Inc. v. Southridge Capital Mgmt. LLC, No. 02 Civ. 767, 2002 U.S. Dist. LEXIS 24049, at \*5 n.8 (S.D.N.Y. 2002)).

<sup>149</sup> При реализации таких схем скупаются акции по низкой цене, затем на рынке распространяется ложная информация, чтобы создать резкий рост цен после падения и акции можно было продать по более высокой цене. См. например, SEC v. Whittemore, 659 F.3d 1, 10 (D.C. Cir. 2011).

<sup>150</sup> GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt, 272 F.3d 189, 205 (2001) (stating that intentional dissemination of false information is specifically prohibited by Sections 9a-2 through 9a-4 of the Exchange Act). См. также the complaint filed in SEC v. Dynkowski, Case No. 09-361 (D. Del. May 20, 2009).

заимозависимости рынков можно ошибочно обнаружить умысел и намерения по осуществлению манипулирования в добросовестном поведении участника рынка.<sup>151</sup>

Примеры, приведенные в тексте парламентского отчета по REMIT,<sup>152</sup> показывают, что определение манипулированию аналогичным образом дается на основании примеров, а не на основании связной экономической теории:

Размещение и отзыв ложных заявок; распространение ложной или ошибочной информации или слухов через средства массовой информации, включая интернет, или любыми другими средствами; умышленное предоставление ложной информации организациям, которые выполняют анализ цен или готовят отчеты о работе рынков, с целью введения в заблуждение участников рынка, действующих на основании этих анализов цен или отчетов; умышленное распространение сведений о том, что имеющиеся в наличии мощности для генерации электроэнергии или газоснабжения, или объем фактической пропускной способности передающих или газотранспортных сетей отличаются от тех мощностей и объемов, которые в действительности технически доступны, тогда, когда такая информация влияет или может повлиять на цену оптовых энергетических продуктов;...поведение какого-либо лица или группы лиц, действующих в створе, направленное на приобретение значительной позиции по объемам спроса или предложения на оптовые энергетические продукты, которое оказывает или может оказать воздействие (прямо или косвенно) на цены или создание других несправедливых условий торговли; предложение, покупка или продажа оптовых энергетических продуктов с целью или намерением введения в заблуждение участников рынка, действующих на основании этих данных о ценах.<sup>153</sup>

Использование примеров в качестве основания для рассмотрения судебных дел и обеспечения соблюдения законов нельзя назвать идеальным, такая практика тем более не приемлема, потому что эти примеры были взяты из определения поведения в ранее рассмотренных делах, которое осуществлялось при использовании двух различных правовых стандартов.<sup>154</sup>

В REMIT имеются как формулировки правил по борьбе с манипулированием путем мошенничества, так и формулировки правил, запрещающих создание искусственной цены,<sup>155</sup> в которых предполагается, что искусственная цена часто является результатом успешного применения рыночной силы. О необходимости применения двух разных формулировок в законах по борьбе с манипулированием говорил ранее на страницах этого журнала доктор Крэг Пирронг:

Манипулирование путем применения рыночной силы в корне отличается от манипулирования путем мошенничества. Крупный трейдер может монополизировать рынок, не делая никаких ложных заявлений. Более того, участник рынка может пустить ложный слух, который приведет к тому, что цены изменятся, даже если его позиция не настолько велика, чтобы он мог применять рыночную силу. Далее, манипулирование путем применения рыночной силы и путем мошенничества могут оказывать различное воздействие на цены и объемы, торгуемые на рынке.<sup>156</sup>

Хотя, конечно, верно и то, что применение рыночной силы можно в целом отличить от прямого мошенничества, в действительности редко удается так четко разграничить эти типы поведения, относимого к манипулированию. В частности, как будет подробно показано в следующем разделе, многие типы «манипулирования путем применения рыночной силы» (включая спекулятивную скупку) осуществляются в результате экономически необоснованной торговли,<sup>157</sup> что можно рассматривать одновременно как умышленное создание неправильного представления о цене торгуемых активов (мошенничество) и как участие в создании искусственной цены. Создание «единого свода правил» необходимо для формирования такого подхода к анализу поведения, относимого к манипулированию, при котором можно было бы на уровне понятий рассматривать все такие типы поведения в соответствии с любыми правовыми стандартами.

Хотя теоретически несложно понять правовое понятие «мошенничество», применение этого понятия к торговой деятельности при рассмотрении дела в суде и без экономического

<sup>151</sup> Все организации США, имеющие полномочия по борьбе с манипулированием, сейчас могут применять закон о манипулировании, осуществляемом путем мошенничества, на базе Правила 10b-5 SEC. 17 C.F.R. § 240.10b-5 (2011) (arising under the authority granted in 15 U.S.C. § 78j(b) (Supp. 2010))(SEC); 18 C.F.R. pt. 1c (2011) (FERC); 16 C.F.R. pt. 317 (2011) (arising under the authority granted in 42 U.S.C. §§ 17301-17305 as amended by Section 811 of Subtitle B of Title VIII of the Energy Independence and Security Act of 2007, Pub. L. No. 110-140, 121 Stat. 1723) (FTC); 7 U.S.C. § 6(a)(1) (Supp. 2010) (CFTC). Комиссия CFTC также сохранила свой первоначальный закон по борьбе с манипулированием, в котором требуется доказать создание искусственной цены; сейчас это требование содержится в Законе Долда-Франка в п. 7 U.S.C. § 6(a)(3) (Supp. 2010). Предложение по Европейскому Постановлению REMIT также содержит формулировки стандарта манипулирования путем мошенничества и стандарта создания искусственной цены. REMIT, *supra* note 97, at art. 1(2).

<sup>152</sup> *Draft Report*, *supra* note 100.

<sup>153</sup> *Id.* at 8-9 (emphasis omitted).

<sup>154</sup> *ACER Guidance*, *supra* note 126.

<sup>155</sup> REMIT, *supra* note 97, at art. 2(2)(a)(ii).

<sup>156</sup> Pirrong, *supra* note 2, at 5.

<sup>157</sup> *Cm. generally, Constellation Settlement*, *supra* note 1, at PP 9, 15.

обоснования причин нанесения ущерба таким поведением, вносит неопределенность на рынки, вынуждает чиновников, ответственных за обеспечение соблюдения закона, не рассматривать формально законные сделки из-за чрезмерной осторожности, и заставляет регуляторов, имеющих полномочия по борьбе с манипулированием, тратить ресурсы в поисках поведения, которое не имеет четкого определения и не вполне понятно. Это положение только ухудшается по мере того, как осуществляется попытка координации деятельности по мониторингу и обеспечению соблюдения законодательства среди различных организаций и юрисдикций, в результате вероятность возникновения несогласованности растет в геометрической прогрессии. Следовательно, отсутствие «единого свода правил» снижает эффективность рынка за счет необоснованного увеличения затрат как самих регуляторов, так и регулируемых ими субъектов. Более важно то, что нарушение ликвидности рынка исходя из боязни неправомерного судебного преследования приводит к неэффективной работе рынка, когда увеличивается вероятность успешного осуществления манипулирования. Возможным решением этой сложной проблемы могло бы стать создание четкой и единообразной аналитической структуры для рассмотрения всех форм манипулирования рынком, которую можно было бы применять во всех судебных делах, во всех организациях, во всех законодательных системах и во всех странах. Этот «единый свод правил» мог бы в то же самое время содействовать повышению эффективности и согласованности действий по мониторингу и обеспечению соблюдения законодательства всех организаций, имеющих полномочия по борьбе с манипулированием, а также внести ясность в определение законодательно запрещенного поведения так, чтобы участники рынка могли действительно соответствовать требованиям закона. В следующем разделе мы предлагаем такую структуру, которую мы называем «система».

### *С. Предлагаемая система для единообразного осуществления анализа манипулирования рынком*

Рассмотрим следующий пример: производитель природного газа хочет продать газ в крупном торговом хабе для поставки в следующем месяце. Опасаясь возможного падения цен на природный газ, производитель покупает опционы на продажу, которые привязаны к фьючерсному контракту следующего месяца на природный газ, таким образом, он страхует (хеджирует) финансовый риск будущего понижения цен, связанных с его физической позицией. Далее, предположим, что цена контракта следующего месяца на природный газ начинает резко падать. Этот производитель реагирует следующим образом: сначала ликвидирует свою физическую позицию, затем продает свои контракты на опционы на продажу, которые сейчас имеют более высокую цену при более низкой рыночной цене. На поверхности кажется, что в этом нет ничего, что явно указывает на наличие факта манипулирования; производитель хеджировал свой финансовый риск падения цен на природный газ, распродал свою физическую позицию, чтобы свести к минимуму потери, как только эти цены действительно начали падать, и получил цену своего хеджа, чтобы компенсировать свои потери. Если рассматривать эти действия по отдельности или вместе, они могут выглядеть как действия, служащие законным целям бизнеса, и более того, демонстрирующие то, как много могут выиграть физические рынки за счет ликвидности, обеспечиваемой работающими финансовыми рынками. Однако те же самые действия можно рассматривать, как создающие механизм для манипулирования рынком. Это возможно, поскольку цена хеджа опционов на продажу привязана к фьючерсной цене контракта следующего месяца на природный газ, на которую этот производитель, возможно, умышленно повлиял путем ликвидации своей физической позиции.

Предположение о том, что действия производителя в вышеприведенном примере могут быть расценены как манипулирование, может не совпасть с общепринятым мнением. Некоторые из наших клиентов и их партнеров в США и Европе высказывали оправданную озабоченность тем, что такое широкое определение манипулирования может снизить объем добросовестной торговли (в частности, хеджирования), что отрицательно отразится на эффективности рынка. Хотя это опасение не лишено оснований, некоторые защитники ограничения мер регулирования применяют обман и распространяют слухи о том, что в будущем все торговые сделки после их совершения будут подлежать пересмотру с целью оценки их законности, что в итоге заставит участников рынка полностью остановить торговлю с целью избежать существенной и непредсказуемой ответственности в результате действий различных организаций и частных лиц по обеспечению соблюдения законодательства по борьбе с манипулированием.<sup>158</sup> Такие доводы, несмотря на их надуманность, необходимо опровергнуть.

Понятно, что слишком рьяное и необоснованное применение правил по борьбе с манипулированием может сдерживать добросовестную торговлю, тем самым снижая ликвидность рынка и создавая на рынке неопределенность и неэффективность. Однако нехватка действенных средств обеспечения соблюдения законодательства также приведет к

<sup>158</sup> См. *generally* Ledgerwood & Carpenter, *supra* note 10, at 51.

неэффективности рынка, поскольку добросовестные участники рынка будут избегать тех рынков, на которых цены постоянно отклоняются от конкурентной справедливой цены. В любом случае, участники рынка вынуждены платить более высокую цену за обеспечение соблюдения правил, а также столкнуться с более высокими транзакционными издержками при добросовестной торговле (включая хеджирование). Регуляторы также несут потери, расходуя свои ограниченные ресурсы на судебное преследование в случае ложного распознавания манипулирования или неэффективное судопроизводство по реальным делам в результате нечеткого определения правил по борьбе с манипулированием. Такие вопросы необходимо решать предупредительными мерами, поскольку сейчас уже не стоит вопрос о том, стоит ли применять законы по борьбе с манипулированием, вопрос лишь в том, как эти правила будут применяться и соблюдаться в будущем. На основании всех этих причин мы предлагаем использовать аналитическую систему, описанную ниже.

#### 1. Система анализа манипулирования рынком

Манипулирование рынком предполагает наличие трех компонентов:

- *Иницирующее событие*: Умышленные действия, выполняемые для целенаправленного изменения цен
- *Цель*: Одна или несколько позиций, для которых выгодно изменение цен; и
- *Связь*: Причинно-следственная «связь между иницирующим событием и целью». <sup>159</sup>

В качестве примера действия этих компонентов рассмотрим конкретные обстоятельства разбирательства по делу производителя природного газа, описанному выше. Обвинитель должен доказать:

- Тот факт, что производитель умышленно ликвидировал свою физическую позицию таким образом, чтобы обострить (и таким образом инициировать) условия снижения цены по контракту следующего месяца на природный газ;
- Тот факт, что производитель использовал свою позицию по опционам на продажу с целью манипулирования, в результате которого он получил прибыль за счет снижения цены по контракту следующего месяца на природный газ, которое произошло под воздействием иницирующего события.
- Тот факт, что существует достаточно убедительная причинно-следственная связь между иницирующим событием и целью, т.е. то, что изменение цены, произведенное иницирующим событием, заведомо повышало стоимость цели. <sup>160</sup>

Разложение процесса манипулирования на эти компоненты позволяет провести целенаправленный анализ вопросов, которые лежат в основе всех дел, связанных с манипулированием. Как отличить поведение добросовестного участника рынка (например, минимизация потерь путем ликвидации убыточной позиции) от поведения, умышленно направленного на инициацию манипулирования (например, целенаправленная продажа с целью дальнейшего снижения цен)? Какие аспекты позиции по опционам на продажу этого производителя доказывают, что это является целью манипулирования, а не просто законным хеджированием? Является ли механизм ценообразования, которым манипулирует обвиняемый в осуществлении иницирующего события, достаточно убедительной причиной увеличения стоимости цели, т.е. видна ли и работает ли причинно-следственная связь? Это те вопросы, на которые мы должны ответить с помощью предлагаемой системы и которые мы рассматриваем далее.

Применение этой системы может пойти на пользу как участникам рынка, так и регуляторам. <sup>161</sup> Поскольку с её помощью можно выявить те качества рынка, которые увеличивают вероятность успешного манипулирования, это позволит регулирующим органам направить свои ограниченные ресурсы на те рынки, где существует наибольший риск возникновения поведения, относимого к манипулированию. <sup>162</sup> Отдельный анализ поведения, которое является иницирующим событием манипулирования, также позволяет конкретно оценить те действия, которые потенциально могут, по мнению регуляторов, оказаться манипулированием, и сравнить их с законными действиями, обеспечивая при этом так необходимую участникам рынка четкость понятий того, что является запрещенным поведением,

<sup>159</sup> *Id.* at 4; *Hunter Rehearing*, *supra* note 143, at PP 27-31.

<sup>160</sup> Shaun D. Ledgerwood, *Screens for the Detection of Manipulative Intent* 41 (Dec. 19, 2010) (unpublished manuscript).

<sup>161</sup> *See generally* LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 142, at 7.

<sup>162</sup> *Тот же источник.*

и того, что является «безопасной гаванью», так чтобы был достигнут максимальный уровень ликвидности и соблюдения законодательства.<sup>163</sup> Кроме того, отдельный анализ иницирующего события и цели позволяет предоставить такую информацию органам мониторинга и контроля, которая обратит их внимание на торговлю, осуществляемую с целью умышленного изменения цен, что опять же позволит оптимизировать ограниченные ресурсы регулирующих органов и организаций, которые наделены полномочиями по борьбе с манипулированием. В этом и последующих разделах эти преимущества будут описаны более подробно.

## 2. Характеристики рынка, которые увеличивают вероятность успешного осуществления манипулирования

Как мы обсуждали и доказывали математически в других наших работах на эту тему, вероятность успеха в манипулировании повышается, когда: (1) уменьшается стоимость факторов, иницирующих манипулирование, (2) спрос и предложение на рынке становятся более неэластичными, и (3) сумма средств («левередж»), заложенных в цели, становится выше, чем сумма средств, затрачиваемых на иницирующее событие.<sup>164</sup> Эти три элемента соответствуют трем компонентам системы, как это выражено в анализе экономической эффективности. Конкретнее, манипулятор будет оценивать затраты на иницирование манипулирования (если они есть) в сравнении с суммой прибыли, которую он получит при достижении целевых позиций, а причинно-следственная связь между иницирующим событием и целью будет становиться все сильнее по мере снижения эластичности спроса и предложения.<sup>165</sup> Следовательно, логика системы построена на основе того же фундамента, который подкрепляет все базовые экономические решения.

Такая простота не уменьшает значимости этой системы с точки зрения информирования регуляторов, участников рынка, разработчиков законов и ученых относительно направления развития модели рынка, надзора за ним и обеспечения соблюдения законодательства. Поскольку при низких затратах на иницирующее событие возникает больше возможностей для манипулирования, то более четкое выявление нарушений и повышение размеров санкций за доказанные нарушения позволят уменьшить количество попыток манипулирования.<sup>166</sup> Кроме того, поскольку неэластичность спроса и предложения увеличивает возможности манипулятора использовать с выгодой для себя причинно-следственную связь между иницирующим событием и целью, более четкое определение типов поведения, которое является манипулированием, позволит повысить ликвидность торговли, где это возможно, и позволит регуляторам понять, какие рынки больше других нуждаются в надзоре и контроле.<sup>167</sup> Поскольку накопление крупных позиций пассивным участником рынка создает стимулы для манипулирования, постоянный надзор за компаниями, имеющими крупные физические активы, а также более высокие требования к обеспечению прозрачности и регулированию финансовых позиций уменьшат возможности накапливать эти позиции с целью манипулирования.<sup>168</sup>

## 3. Типы поведения, которые могут запустить процесс манипулирования

Любые действия, которые умышленно приводят к ненормальному целенаправленному изменению одной или нескольких рыночных цен, могут теоретически сделать возможным манипулирование рынком. Однако есть три типа поведения, которые представляют особый интерес: экономически невыгодная торговля, открытое мошенничество и применение рыночной силы. Мы рассмотрим их подробнее.

### а. Экономически невыгодная торговля

Экономически невыгодная торговля - это предложения на покупку, цена которых значительно выше преобладающих на рынке цен, или предложения на продажу, цена которых значительно ниже преобладающих на рынке цен, при которых участник рынка теряет деньги относительно уровня его *альтернативных затрат*, т.е. торговля может принести бухгалтерскую прибыль, но этот участник может получить больше денег, выполняя другие действия.<sup>169</sup> Такая торговля выглядит экономически нелогичной, поскольку приносит убытки в отдельно взятой

---

<sup>163</sup> Тот же источник.

<sup>164</sup> Ledgerwood, *supra* note 160, at 13-18; see also Ledgerwood & Carpenter, *supra* note 10, at 36-42.

<sup>165</sup> См. generally Ledgerwood & Carpenter, *supra* note 10, at 36-42.

<sup>166</sup> Источник тот же, что и в п. 49-52.

<sup>167</sup> Источник тот же, что и в п. 49.

<sup>168</sup> Источник тот же, п. 49-50.

<sup>169</sup> Источник тот же, п. 4.

сделке.<sup>170</sup> Однако именно это желание манипулятора умышленно понести эти убытки позволяет ему инициировать манипулирование.<sup>171</sup> Например, рассмотрим все того же гипотетического производителя природного газа. Желание производителя продать газ на конкурентном рынке в условиях снижения цены говорит о том, что у него нет рыночной силы в обычном смысле этого слова (т.е. нет возможности придержать газ, чтобы поднять цену выше рыночной). И наоборот, производитель может вообще не участвовать в конкуренции, если он захочет предложить свой газ по цене, *значительно ниже рыночной*, обеспечив тем самым выполнение этой сделки, если на рынке есть достаточный спрос, чтобы поглотить предложенное им количество. Тогда производитель добровольно несет убытки, оцениваемые по сравнению с альтернативными затратами, в обмен на успешное проведение сделок по цене, ниже рыночной. Это говорит о том, что манипулирование может быть инициировано участником рынка, *который не обладает рыночной силой* в традиционном смысле этого понятия, путем проведения экономически невыгодных сделок.<sup>172</sup>

Использование альтернативных затрат в качестве эталона, с помощью которого оценивается экономически невыгодная торговля, вызывает некоторые оправданные вопросы. В действительности обоснованный и беспристрастный анализ любого торгового решения прошлых лет покажет, что участник рынка мог бы заработать больше денег другим способом при желании такой способ найти. Такой беспристрастный анализ может не учесть трудность решений, принимаемых в разгар торгового дня, и может неверно истолковать ошибочные решения как злой умысел и намерение совершить манипулирование. Принимая во внимание эти проблемы и рассматривая правильность применения альтернативных затрат как эталонного уровня оценки убытков, нужно меньше смотреть на сам факт несения убытков (в действительности примерно половина всех торговых операций должны терять деньги на справедливом рынке), а внимательнее оценивать характер и размеры убытков по сравнению с альтернативными затратами за некоторый период времени.<sup>173</sup> Участники рынка, которые регулярно (или в больших количествах) теряют деньги по сравнению с их альтернативными затратами, выбрасывают деньги на ветер; такая оплошность маловероятна в условиях расчетливости управления в высоко конкурентном мире торговли. Следовательно, можно предположить, что если участник рынка терпит такие убытки, значит цель его поведения состоит не в том, чтобы заработать деньги на отдельной сделке, а в том, чтобы целенаправленно изменить цену и в итоге получить прибыль от какой-то другой позиции.<sup>174</sup> Мы осознаем, что для описания потерь на основании альтернативных затрат потребуется внимательный анализ и субъективные суждения. Тем не менее оценка экономически необоснованных потерь с помощью эталона альтернативных затрат уменьшит количество субъективных приговоров по сравнению с действующими стандартами оценки манипулирования.

Характеристики рынка, которые увеличивают вероятность успешного осуществления манипулирования, имеют большое значение для оценки манипулирования на основе убыточной торговли. Например, по мере снижения потерь, необходимых для инициирования манипулирования, растет вероятность успеха манипулирования. Таким образом, манипулирование чаще всего происходит на рынках, на которых существует небольшая ликвидность в механизме ценообразования, или там, где манипулятор может создать ситуацию, которая заставит других изменять цену в том направлении, поскольку затраты на сделки, используемые для инициирования манипулирования, затем уменьшатся. Подобным образом способность манипулятора создавать средства воздействия в позициях (таких как финансовые деривативы), цена которых определяется ценой, установленной инициирующим событием, увеличивает прибыль, извлекаемую путем манипулирования, что еще более повышает вероятность манипулирования.<sup>175</sup> И последнее, фиксированность спроса и/или предложения имеет тенденцию увеличивать реакцию цен на меньшие объемы, что укрепляет причинно-следственную связь между инициирующими сделками и целевыми позициями.<sup>176</sup> Таким образом, решение о манипулировании рынком путем экономически невыгодной торговли является рациональной, направленной на увеличение прибыли стратегией, которая разрабатывается путем сравнения предполагаемых затрат на инициирующее событие с предполагаемой прибылью, которая будет получена при достижении цели.<sup>177</sup>

<sup>170</sup> Источник тот же, п. 2-3.

<sup>171</sup> Тот же источник.

<sup>172</sup> Источник тот же, п. 17.

<sup>173</sup> *Id.* at 30.

<sup>174</sup> See generally, *Constellation Settlement*, *supra* note 1, at PP 9, 15.

<sup>175</sup> LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 142, at 1.

<sup>176</sup> LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 142, at 1.

<sup>177</sup> Тот же источник.

Интересно то, что система работает независимо от того, в какой момент относительно момента получения прибыли были понесены убытки. Рассмотрим три примера:

- *Жульничество в бильярде*, когда жулик умышленно заранее проигрывает деньги на небольших ставках (инициирующее событие), чтобы спровоцировать игроков на большие ставки с целью получения впоследствии большей выручки (цель).<sup>178</sup>
- *Манипулирование с деривативами*, когда умышленные убытки на сделках, в которых устанавливаются цены (инициирующее событие) одновременно увеличивают ценопринимающие позиции (цель).<sup>179</sup>
- *Спекулятивная скупка на рынке*, когда манипулятор провоцирует рост цены путем закупки товара в количестве, превышающем имеющиеся объемы поставки, привлекая этим спекулянтов, играющих на понижение, которые, в конечном счете, попадают в тяжелое положение в результате продолжающихся закупок манипулятора, влияющих на цену (инициирующее событие); когда цена станет достаточно высокой, манипулятор в качестве ценопринимающего участника будет продавать товар спекулянтам, играющим на понижение, для покрытия коротких позиций (цель) до полного обвала цен, в результате чего он потеряет деньги на каком-то количестве товара, которое еще останется у него в конце манипулирования.<sup>180</sup>

Хотя каждый из этих трех примеров отличается своим характером риска, все они являются примерами манипулирования на основе убытка, как это описано в нашей системе. В ней также поясняется, почему спекулятивная скупка может быть осуществлена участниками рынка, которые имеют относительно небольшую долю на рынке.<sup>181</sup>

Поскольку для торговли с убытками не требуется наличия рыночной силы в её обычном понимании, манипулирование на основе убытков может быть реализовано любым лицом, имеющим достаточные финансовые средства, так чтобы убытки, которые оно умышленно несет на сделках, устанавливающих цену, были с избытком покрыты выручкой, полученной при достижении им целевых позиций.<sup>182</sup> Это вызывает особые опасения на энергетических рынках, где вероятность успешного манипулирования увеличивается за счет частых случаев неэластичного спроса и предложения,<sup>183</sup> применения ценовых индексов в качестве основного механизма ценообразования<sup>184</sup> и использования сделок, формирующих цены, участниками рынка, которые одновременно имеют крупные физические и финансовые ценопринимающие позиции.<sup>185</sup> Это подтверждается последними судебными разбирательствами, запущенными FERC по обвинению компаний Amaranth Advisors,<sup>186</sup> Energy Transfer Partners,<sup>187</sup> и Constellation Energy Commodities Group,<sup>188</sup> а также делом, возбужденным Комиссией CFTC против трейдера Энтони Ди Плачидо<sup>189</sup> и совсем недавно - против компании Paron Energy и др.<sup>190</sup>

Эти наблюдения говорят о срочной необходимости внедрения четких стандартов для борьбы с манипулированием, что и предлагается в нашей системе. Ясность в отношении запрещенного поведения увеличивает ликвидность рынка,<sup>191</sup> ослабляя результаты экономически невыгодной торговли, предназначенной для запуска манипулирования.<sup>192</sup> Дополнительная

<sup>178</sup> Источник тот же, п. 4.

<sup>179</sup> Источник тот же, что и в п. 5.

<sup>180</sup> *Тот же источник.* См. generally Craig Pirrong, *Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis of the Existing Doctrine and a Proposed Alternative*, 51 WASH. & LEE L. REV. 945, 954 (1994). Д-р Пирронг внес большой вклад в изучение этого конкретного типа манипулирования. См. Pirrong, *supra* note 2. Однако мы еще раз отмечаем, что спекулятивная скупка и многие другие формы «манипулирования путем применения рыночной силы» не являются результатом применения рыночной силы, которая обычно описывается в антимонопольных законах, поскольку сторона, предпринимая такая действия, не имеет доминирующей позиции на определенном рынке. Скорее, эти действия являются осуществлением экономически невыгодной торговли на неликвидных рынках.

<sup>181</sup> См., e.g., Sheryl WuDunn, *Ex-Trader in Sumitomo Scandal Admits Guilt on Fraud Charges*, N.Y. TIMES, Feb. 17, 1997, (Sumitomo trader Yasuo Hamanaka plead guilty to cornering the world copper market with a market share of only 5%).

<sup>182</sup> *Id.*; LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 6, at 3. Особая благодарность Мэттью Л. Хантеру за его вклад в эту работу.

<sup>183</sup> LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 142, at 3.

<sup>184</sup> *Тот же источник.*

<sup>185</sup> Ledgerwood, *supra* note 160, at 18; see generally Ledgerwood & Carpenter, *supra* note 10, at 39-42.

<sup>186</sup> *Amaranth Advisors L.L.C.*, 120 F.E.R.C. | 61,085 (2007); Initial Decision, *Brian Hunter*, 130 F.E.R.C. H 63,004 (2010); Order Affirming Initial Decision and Ordering Payment of Civil Penalty, *Brian Hunter*, 135 F.E.R.C. | 61,054 (2011).

<sup>187</sup> *Energy Transfer Partners*, 120 F.E.R.C. | 61,086 (2007).

<sup>188</sup> *Constellation Settlement*, *supra* note 1.

<sup>189</sup> *DiPlacido v. CFTC*, 364 F. App'x 657, 657 (2d Cir. 2009).

<sup>190</sup> *CTFC v. Paron Energy, Inc.*, No. 11-CV-3543, 2011 WL 1998680 (S.D.N.Y. filed May 24, 2011).

<sup>191</sup> LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 6, at 1.

<sup>192</sup> Источник тот же, п. 7.

ликвидность также часто приводит к уменьшению неэластичности спроса и предложения, что уменьшит возможности значительно изменять цены с целью использования причинно-следственной связи между инициирующим событием и целью. И последнее, четкие определения тех типов поведения, которое согласно законам должно считаться манипулированием, будет способствовать эффективному сдерживанию этих нарушений, поскольку вероятность их выявления и наказания будет выше. Следовательно, применение правильно сформулированных правил по борьбе с манипулированием позволит уменьшить вероятность манипулирования, поскольку согласно этим правилам потенциальная прибыль будет меньше, а затраты, связанные с организацией манипулирования, будут больше, таким образом, участники рынков, произведя расчеты, поймут, что взамен умышленного манипулирования выгоднее действовать добросовестно.

#### в. Откровенное мошенничество

Откровенное мошенничество, как и экономически невыгодная торговля, может применяться для инициирования целенаправленного изменения рыночных цен с целью создания ложного представления о ценах (или иных важных аспектах торговли) на какие-либо активы, в результате чего другие участники рынка невольно будут вести торговлю так, что стоимость целевых позиций манипулятора будет расти.<sup>193</sup> С точки зрения нашей системы единственная разница между случаями использования откровенного мошенничества и применения экономически невыгодной торговли в качестве инициирующего события состоит в том, кто несет убытки, связанные со сделками, формирующими цену.<sup>194</sup> В первом случае манипулятор вынуждает других торговцев осуществлять все убыточные сделки, с помощью которых целенаправленно меняется цена, тогда как во втором случае манипулятор несет некоторые убытки в результате собственной экономически невыгодной торговли. Неудивительно, что те характеристики, которые повышают вероятность успешного манипулирования с помощью убыточной торговли, будут также способствовать использованию откровенного мошенничества для таких целей. На самом деле, немногие инициирующие события так дешево обходятся манипулятору как те, которые перекладывают все убытки в результате экономически невыгодной торговли на кого-нибудь другого.

#### с. Применение рыночной силы

Хотя для осуществления манипулирования с использованием экономически невыгодных сделок или откровенного мошенничества не требуется рыночная сила в её обычном понимании, она может быть использована умышленно для целенаправленного изменения цен по желанию обладателя этой силы.<sup>195</sup> Если этот обладатель также имеет позиции, которые привязаны к цене, на которую он имеет влияние, он может использовать рыночную силу для инициирования манипулирования.<sup>196</sup> Рыночная сила может также сделать более прочной причинно-следственную связь между инициирующим событием и целью, поскольку снижает эластичность спроса и предложения на рынке, эта рыночная характеристика может быть использована манипулятором независимо от типа применяемого инициирующего события. Может показаться, что это размывает разницу между правилами по борьбе с манипулированием и антимонопольным законодательством, поскольку одно и то же изменение цены, которое приводит к увеличению прибыли от неконкурентных действий согласно антимонопольному законодательству, является также и инициирующим событием для манипулирования. Отличие состоит в том, что, хотя рыночная сила и не является *необходимой* для осуществления манипулирования, обладание рыночной силой может *содействовать* манипулированию за счет максимизации ценового воздействия, которое обеспечивает причинно-следственную связь между инициирующим событием манипулирования и его целью.<sup>197</sup>

В описании компонентов нашей системы также содержатся пояснения возможных наложений антимонопольного законодательства и законодательства по борьбе с манипулированием. Рассмотрим случай, когда производитель электроэнергии, обладающий несколькими электростанциями, придерживает выработку электроэнергии одной электростанции, чтобы повысить прибыльность остальных своих агрегатов таким образом, чтобы такое придерживание было в целом прибыльно. Такая схема может быть правомерно рассмотрена либо как нарушение антимонопольных законов (экономическое придерживание), либо как отдельное манипулирование рынком, когда это придерживание можно охарактеризовать

<sup>193</sup> *См. generally id.* at 3.

<sup>194</sup> Ledgerwood & Carpenter, *supra* note 10, at 50.

<sup>195</sup> *См. generally* LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 142, at 3.

<sup>196</sup> *Id.*; Ledgerwood & Carpenter, *supra* note 10, at 15-17.

<sup>197</sup> LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 142, at 3.



как экономически невыгодное умышленное действие (инициирующее событие), направленное на увеличение цены (причинно-следственная связь) с выгодой для всех агрегатов генератора, которые остаются в действии (цель).<sup>198</sup> Однако, как мы покажем далее, обвинение в манипулировании может влиять и на другие позиции, принадлежащие генератору и связанные с изменяемой ценой, этот фактор обычно не учитывается в мерах, принимаемых согласно антимонопольному законодательству.

#### 4. Позиции, которые могут быть целью манипулирования

Любая позиция, стоимость которой зависит от рыночной цены, измененной с помощью инициирующего события, может служить целью манипулирования. Как мы показали при обсуждении прохождения Закона Додда-Франка в США, а также Постановлений REMIT, MAD и MiFID в Европейском Союзе, финансовые деривативы, привязанные к ценам на товары, вызывают особую обеспокоенность в этом отношении, поскольку потенциальные манипуляторы могут накопить средства воздействия в таких позициях таким способом, который в настоящее время невозможно выявить без юридического раскрытия информации. Создание систем отслеживания, предназначенных для контроля накопления крупных деривативных позиций, может помочь в обнаружении манипулирования. Например, зная размеры позиции по опционам на продажу, которую имеет некий производитель природного газа, о котором мы говорили выше в этом разделе, можно иметь предварительное представление о том, была ли эта позиция накоплена до размеров, превышающих необходимый размер для хеджирования физической позиции этого производителя. Однако в отсутствие полной информации по всем торговым платформам и продуктам любая попытка сделать вывод о чистом размере воздействия конкретных рыночных цен на участника рынка может привести к неполным и потенциально ложным результатам.

Случай с экономическим придержением электроэнергии генератором показывает, что ценопринимающие объемы также могут быть потенциальной целью манипулирования. Конкретнее, цена на электроэнергию, повышенная с помощью инициирующего события (придержания), повышает стоимость электроэнергии, продаваемой другими агрегатами генератора, таким образом, увеличивая прибыль от продажи этого физического товара. Такие проблемы с манипулированием ценами на товар особенно характерны для рынков природного газа США, на которых значительная часть физического товара торгуется «с индексом» по эталонной цене, устанавливаемой на основе средневзвешенного значения цен относительно небольшого количества сделок. Компании, обладающие крупными позициями по индексам, могут увеличивать извлекаемую прибыль по сравнению с потерями, понесенными в результате сделок, применявшихся для инициирования манипулирования. Фактически, индексированные объемы даже могут быть использованы для сделок, которые устанавливают индексную цену,<sup>199</sup> и в конце концов могут быть использованы для манипулирования стоимостью производственных активов настолько, что будет оказано воздействие на форвардные цены. Такое манипулирование физическими индексными позициями также возможно на тех рынках ЕС, где торгуется индексированная физическая энергия, и эти возможности, вероятно, будут увеличиваться по мере дальнейшей интеграции этих рынков и достижения ими зрелости.

Применительно к многонациональной компании, для которой энергия является лишь частью широкого набора товаров и продуктов, торгуемых на внутреннем и внешнем рынках через множество дочерних предприятий и филиалов, слежение в режиме реального времени за всеми её позициями, которые могут быть одновременно привязаны к конкретной цене на энергию, вряд ли возможно. Таким образом, в нашей системе показано, что накопление влиятельных позиций, которые могут принести прибыль в результате сделок, направленных на изменение цены, является необходимым условием для осуществления манипулирования. Поэтому желательно, чтобы регуляторы начали разрабатывать и внедрять средства и методы, необходимые для контроля накопления таких позиций, насколько это возможно, принимая во внимание тот факт, что выявить можно будет только часть таких позиций. В краткосрочной перспективе необходимо направить большие усилия на мониторинг сделок, устанавливающих цены, поскольку они совершенно прозрачны и могут дать оперативную информацию о торговле, которая может умышленно осуществляться с целью манипулирования.

<sup>198</sup> *Cm. generally* Ledgerwood & Carpenter, *supra* note 10, at 20-21 (discussing *United States v. KeySpan Corp.*, 763 F. Supp. 2d 633 (2011)).

<sup>199</sup> Например, в деле, возбужденном Комиссией FERC против компании Energy Transfer Partners, FERC утверждала, что эта компания купила большое количество газа, цена на который была установлена «с индексом» к цене биржи Houston Ship Channel, затем продала некоторую часть этого газа по экономически невыгодным низким ценам так, что была установлена эта индексная цена. *Energy Transfer Partners, L.P.*, 120 F.E.R.C. | 61,086 at PP 1, 3 (2007).

### 5. Важность причинно-следственной связи

В гипотетических примерах манипулирования «причинно-следственная связь между инициирующим событием и целью является почти второстепенным признаком, поскольку она относится к одной и той же цене»<sup>200</sup> (т.е. цена, установленная в ходе сделок, устанавливающих цену и осуществляемых для запуска манипулирования, это та же самая цена, которая устанавливает стоимость целевых ценопринимающих позиций). Однако в действительности все не так просто, поскольку цена, которая запускает манипулирование, может быть «привязана ко многим другим ценам и ценопринимающим позициям по многим продуктам, географическим регионам и временным интервалам».<sup>201</sup> Следовательно, установление «причинно-следственной связи важно для доказательства факта манипулирования», поскольку «она одновременно демонстрирует умысел и способность манипулировать», причинную связь между инициирующим событием и целью, а также «связь, которая позволяет схемам манипулирования достигать успеха».<sup>202</sup>

Для лица, пытающегося доказать факт манипулирования конкретной целевой позицией с помощью конкретного инициирующего события, часто необходимо проведение статистического анализа, чтобы продемонстрировать направление, прочность и надежность причинно-следственной связи, которую обвинение пытается установить как причину манипулирования. Говоря практическим языком, это позволит исключить из рассмотрения многие позиции, в отношении которых могло применяться манипулирование, но по которым недостаточно доказательств, подтверждающих причинно-следственную связь. Подобным образом, защита стороны, обвиняемой в манипулировании, желая представить доказательства того, что для оценки чистого воздействия целенаправленного изменения цен на его портфолио необходимо использовать случайные позиции, должна также быть готова продемонстрировать прочность и значимость любых причинно-следственных связей.<sup>203</sup>

Ограничение анализа рыночных причинно-следственных связей рассмотрением ситуации *по факту* подозрения в манипулировании (*ex post* анализ), приведет к исключению из рассмотрения характеристик рынка, которые увеличивают вероятность успешного осуществления манипулирования, как это описано в нашей системе.

Более тесные межрыночные связи [обычно должны укреплять причинно-следственные взаимоотношения] между сделками, устанавливающими цену, и ценопринимающими позициями, поскольку они часто усиливаются в такие моменты, как расчеты, когда устанавливается постоянство спроса и предложения. Следовательно, *предварительный* анализ (анализ *ex ante*) такого явления обеспечит важную информацию о том, какие рынки больше других нуждаются в мониторинге и контроле, а также о том, какие моменты времени, инструменты и поведение являются наиболее проблемными. Это поможет более эффективному распределению ресурсов регулирующих органов и может скоординировать требования отчетности внутри регулирующих органов и между ними. Если участники торговли будут знать о такой деятельности регуляторов, это будет удерживать их от поведения, относимого к манипулированию, в моменты, наиболее важные для формирования цены, таким образом, для всех будет выгодно в долгосрочной перспективе действовать добросовестно, поскольку в результате улучшения ликвидности повысится эффективность и прозрачность рынка, уменьшится разница между ценами продавца и покупателя.<sup>204</sup>

### IV. ПРЕДЛАГАЕМЫЕ В СИСТЕМЕ ЕДИНЫЕ ПРАВИЛА ДЛЯ ВЫЯВЛЕНИЯ, АНАЛИЗА И ДОКАЗАТЕЛЬСТВА (ИЛИ ОПРОВЕРЖЕНИЯ) ПОВЕДЕНИЯ, ОТНОСИМОГО К МАНИПУЛИРОВАНИЮ.

Разделение понятия «манипулирование» на три компонента, как это описано в нашей системе, поможет распутать иногда противоречивую логику некоторых рассуждений на эту тему.

Рис. 1:

#### Компоненты манипулирования рынком в соответствии с описанием, приведенным в нашей системе



<sup>200</sup> Ledgerwood & Carpenter, *supra* note 10, at 48.

<sup>201</sup> Тот же источник.

<sup>202</sup> Тот же источник.

<sup>203</sup> Источник тот же, п. 48-49.

<sup>204</sup> Источник тот же, что и в п. 49.

В качестве организационного инструмента, в системе предлагается устойчивая и согласованная структура для создания и внедрения программ мониторинга и надзора на энергетических рынках, программ контроля и обеспечения соблюдения законодательства. В настоящем разделе мы обсудим, как единообразные подходы, применяемых для выявления и анализа манипулирования рынком, обеспечит согласованность при рассмотрении всех дел и четкую координацию действий всех организаций как внутри США и Европейского Союза, так и между ними. Такое взаимодействие и единство подходов будет важно в будущем при выявлении, анализе и пресечении манипулирования в отношении транснациональных компаний, которые могут применять иницилирующие события и извлекать соответствующую выгоду на мировых рынках. Использование единого свода правил также принесет пользу участникам рынка за счет того, что в нем будут даны более четкие указания относительно законности сделок, требования по обеспечению соответствия законодательства будут согласованы во всех юрисдикциях и известны всем участникам, а также будет описано поведение, которое считается законным и безопасным, т.е. границы «безопасной гавани». Как мы покажем далее, этими преимуществами можно будет воспользоваться сразу после внедрения системы, поскольку её аналитический подход в равной мере применим к различным законам по борьбе с манипулированием, которые в настоящее время действуют в Европейском Союзе и США.

*А. Использование этой системы в качестве вспомогательного средства при мониторинге рынка и надзоре за ним*

Польза от разделения анализа манипулирования на три компонента при мониторинге рынка и надзоре за ним в основном состоит в том, что ресурсы можно направлять на поэтапное решение вопросов, а последующие итерации процесса будут способствовать развитию лучших методов анализа с течением времени. На практике начальной точкой любого такого анализа является причинно-следственная связь; для понимания поведения, которое подлежит мониторингу, сначала необходимо выявить и понять различные рыночные связи, за счет которых может быть осуществлено манипулирование. Как только это установлено, причинно-следственная связь может быть применена для определения времени, места и инструментов торговли, которые являются наиболее проблемными с точки зрения регуляторов, и на которые следует в первую очередь направить ресурсы.<sup>205</sup> Причинно-следственная связь также позволит выявить тип поведения, которое с наибольшей вероятностью может быть использовано для иницилирования манипулирования при различных сценариях развития событий. Например, на рынках электроэнергии рыночная сила может представлять опасность в пиковые периоды суток, тогда как экономические невыгодные сделки могут являться поводом для беспокойства в непиковые периоды. Причинно-следственная связь также поможет выявить ценопринимающие позиции, которые с наибольшей вероятностью могут стать целью манипулирования, так что потребуются сообщить об этих позициях в соответствующие инстанции.<sup>206</sup>

Постоянный мониторинг сделок, которые могут иницилировать манипулирование, - это вполне достижимая цель. Предполагая, что уполномоченные организации уже обладают регулируемыми полномочиями в отношении сделок, в которых устанавливаются цены на рынках, относящихся к их юрисдикции, можно сделать вывод о том, что у них есть возможность постоянно анализировать эти данные на предмет выявления поведения, относимого к манипулированию, т.е. использования рыночной силы или проведения экономически невыгодных торгов.<sup>207</sup> В идеальном случае этот процесс должен осуществляться путем автоматизированной компьютерной проверки с целью обнаружения признаков поведения, относимого к манипулированию. Человек должен вмешиваться в этот процесс только в случае выявления подозрительной деятельности и тогда, когда со временем требуется доработка механизма проверки.<sup>208</sup> Монитор рынка должен всегда помнить, что при *каждой* проверке могут быть выявлены как ложные положительные результаты, так и ложные отрицательные результаты, и что в результате естественных изменений в работе рынка потребуются разработать систему многоступенчатых механизмов проверки и интуитивной интерпретации результатов, чтобы можно было отличить добросовестную торговлю от подозрительного поведения.<sup>209</sup> Выявление откровенного мошенничества также может успешно осуществляться этими

<sup>205</sup> *Тот же источник.*

<sup>206</sup> *Тот же источник.*

<sup>207</sup> *Источник тот же, что и в п. 51.*

<sup>208</sup> *См. generally Ledgerwood, supra note 160, at 41-56.*

<sup>209</sup> *Ledgerwood & Carpenter, supra note 10, at 45-52.* Каждый механизм проверки должен быть построен так, чтобы проверить предположение о том, что такое поведение торговца является законным, т.е. должна существовать презумпция невиновности. Отрицательный результат будет возникать тогда, когда эта гипотеза отвергается, что говорит о необходимости дальнейшего анализа и получения дополнительных доказательств путем альтернативных механизмов проверки и исследования рынка.

организациями, поскольку, вероятно, сами участники рынка, будут ставить вопрос перед регуляторами о некорректном поведении своих конкурентов.<sup>210</sup>

Как говорилось выше, невозможно получить информацию о количестве, размерах, масштабах и области действия ценопринимающих позиций, не вложив значительные средства в системы поиска. Например, международный поставщик энергии может одновременно иметь физические позиции по природному газу, электроэнергии, нефти и сжиженному природному газу на разных континентах, хеджировать их и иметь финансовые деривативы, торгуемые на нескольких биржах по всему миру, постоянно чередовать эту деятельность с бесчисленными спекулятивными операциями, проводимыми через дочерние фирмы, и работать на любых рынках, с любыми валютами и в любое время. В Законе Додда-Франка и Постановлении REMIT изложен беглый обзор некоторых позиций, которые могут служить целью попыток манипулирования, но с их помощью, очевидно, нельзя установить систему постоянного мониторинга этих попыток и определения связей между ними. Взаимодействие между организациями, необходимое для того, чтобы постоянно сопоставлять инициирующие события манипулирования с целевыми позициями, также, очевидно, отсутствует в настоящее время.<sup>211</sup> Это не означает, что не стоит осуществлять сбор данных об этих позициях, особенно о таких, которые могут предоставить потенциальному манипулятору крупную, выгодную цель. Однако государственные органы, ответственные за обеспечение соблюдения законодательства, должны действовать достаточно обдуманно, чтобы избежать поспешных и ошибочных определений относительно того, что обладание такими позициями равносильно намерению осуществить манипулирование, поскольку такие заметные позиции могут быть только вершиной айсберга, получить информацию о котором можно только путем длительного и дорогого исследования.

*В. Взаимодействие между мониторингом рынка и программами обеспечения соответствия законодательству*

Идея о проведении государственными органами, ответственными за обеспечение соблюдения закона, проверки каждой сделки, в ходе которой формируется цена, с целью выявления признаков манипулирования может показаться участникам рынка пугающей. Например, предположим, что участникам рынка стало известно о том, что монитор рынка проводит проверку с целью выявления экономически невыгодной торговли, признаками которой могут быть продажа по цене, ниже рыночной, или покупка по цене, выше рыночной. Однако в любой книге по экономике говорится о том, что каждая продажа имеет тенденцию снижения рыночной цены, а каждая покупка ведет к их повышению, на основании чего можно предположить, что каждую операцию, связанную с установлением цены, можно рассматривать как потенциальное манипулирование. Другой вариант: монитор может искать доказательства убытков, понесенных умышленно; однако на справедливом рынке примерно половина сделок осуществляется с убытком, независимо от намерений участника. Хотя органы мониторинга рынка безусловно, не захотят полностью раскрывать свои методы проверки и их критерии, они должны поставить всех в известность о том, что их проверки предназначены для поиска рыночных аномалий, а методы будут корректироваться со временем по мере получения опыта, на основании передовых методов, имеющих данные и возможностей координации действий с другими организациями.<sup>212</sup> Программы обеспечения соответствия законодательству затем можно направить на реализацию профилактических мер по максимизации добросовестной торговли без страха будущих наказаний вместо того, чтобы постоянно контролировать состояние дел и делать выводы на основании непоследовательных и непрозрачных результатов мер пресечения.

Если органы по борьбе с манипулированием в США и Европейском Союзе примут и будут должным образом использовать логическую схему нашей системы, это очень поможет в работе отделов нормативно-правового соответствия различных компаний - участников рынка, которые торгуют энергией. В настоящее время существует немного указаний относительно поведения,

<sup>210</sup> Например, FERC создала горячую линию по обеспечению соблюдения закона, которая предназначена для того, чтобы участники рынка могли на анонимной основе сообщать о неправомерном поведении. For further information, see generally, *Enforcement Hotline*, FERC.

<sup>211</sup> Как говорилось ранее, Комиссия CFTC оспаривает юрисдикцию FERC в деле *Amaranth*. Amicus Brief of Futures Industry Ass'n et al., *Amaranth Advisors, L.L.C. v. FERC*, No. 07-1491 (D.C. Cir. 2008), 2008 WL 4960210. FERC не принимала решения по делу ALJ до тех пор, пока после этой апелляции его не сочли незаконченным. *Brian Hunter v. FERC*, 403 F. App'x 525, 527 (D.C. Cir. Dec. 22, 2010). Совсем недавно Комиссия CFTC предположила, что, возможно, некоторым инструментам, исторически попавшим под юрисдикцию FERC (таким, как финансовые права на передачу электроэнергии) необходимо специальное исключение из юрисдикции CFTC. Proposed Rules & Interpretations, Further Definition of "Swap," "Security-Based Swap," and "Security-Based Swap Agreement"; Mixed Swaps; Security-Based Swap Agreement Recordkeeping, 76 Fed. Reg. 29,818, 29,839 (2011) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 240).

<sup>212</sup> Агентство ACER предоставило примеры поведения, которое оно может считать подозрительным, предполагая, что механизмы проверки смогут выявить его. See generally Section 4.4.2-Possible signals of market manipulation, *ACER Guidance, supra* note 126, at 21-22.

которое является манипулированием рынка, и нет никаких указаний относительно возможной «безопасной гавани», т.е. определения границ законной торговли. В нашей системе даны четкие определения обоим этим понятиям, благодаря чему можно четко отличить специфическое поведение, которое необходимо считать запрещенным, от законного поведения. В результате согласованного обеспечения соблюдения законодательства на рынке будут созданы условия, способствующие добросовестной торговле, что в конечном итоге позволит повысить ликвидность и снизить затраты на обеспечение нормативно-правового соответствия, поскольку исчезнет опасность применения неоправданных санкций. Подобным образом, уверенность в том, что поведение, относимое к манипулированию, будет выявлено и наказано, обеспечит большее доверие к индексам и другим эталонным ценам, которые являются показателем истинной стоимости товара, что в итоге повысит эффективность рынка за счет более активного участия в торговле и уменьшит разницу между ценами продавца и покупателя.<sup>213</sup>

### *C. Согласованность действий при обеспечении соблюдения законодательства*

Если в результате анализа иницирующего события появятся доказательства манипулирования ценой, достаточные для обоснования проведения расследования или возбуждения дела в суде, следователь должен убедиться в наличии совокупности позиций, которые привязаны к цене и в отношении которых возникли подозрения в манипулировании. Обязательным условием для осуществления этой функции является наличие данных у всех организаций, что позволит провести предварительное расследование без необходимости вызова подозреваемого в суд и даже без предупреждения его о проведении расследования. Если будет начато официальное расследование, эти данные могут быть использованы для проверки ответов подозреваемого и для выявления пробелов в документах различных организаций, которые появятся со временем в процессе развития физических и финансовых рынков и инструментов. Если будет доказано, что подозреваемый использовал иницирующее событие с выгодой для своих чистых целевых позиций, и будет доказана причинно-следственная связь между иницирующим событием и целью, то судебный эксперт должен будет определить, содержит ли такое поведение намерения, достаточные для того, чтобы вынести решение о том, что манипулирование осуществлено. Таким образом, хотя вопрос доказательства намерений может рассматриваться по-разному в разных делах, доказательства наличия механических характеристик, которые определяют манипулирование, не должны меняться.

Системный подход к анализу взаимодействия между иницирующими событиями и целями манипулирования в конечном итоге позволит оптимизировать ресурсы, расходуемые на регулирование внутри организаций, ответственных за обеспечение соблюдения законодательства и имеющих полномочия по борьбе с манипулированием.<sup>214</sup> Взаимодействие между этими организациями имеет важное значение в этом процессе, поэтому единообразный и системный подход пойдет на пользу как самим этим организациям, так и участникам торговли, деятельность которых они регулируют.<sup>215</sup> По мере развития новых финансовых инструментов и возникновения новых связей между продуктами, должна быть разработана система постоянного изучения рынка, которая поможет этим организациям идти в ногу с развитием регулируемых ими отраслей. В конечном счете, это позволит лучше понимать причинно-следственные связи в процессе ценообразования, которые одновременно обеспечивают ликвидность рынка и создают возможности для поведения, относимого к манипулированию.<sup>216</sup> Согласованность мер по соблюдению законодательства позволит обеспечить должностные лица информацией об участниках рынка и их поведении, которое запрещено законом, уменьшит неопределенность понимания законности, будет содействовать развитию добросовестной торговли, повысит ликвидность рынка и тем самым ослабит характеристики рынка, которые делают возможным манипулирование.<sup>217</sup>

### *D. Согласованность системы для различных стандартов по борьбе с манипулированием рынком*

Наша система обладает такой структурой, которая соответствует конкретным требованиям по обеспечению доказательств в делах по обвинению в манипулировании, возбужденных как согласно законам о манипулировании путем мошенничества (включая законы, которые запрещают как откровенное мошенничество, так и использование мошеннических схем, планов

<sup>213</sup> Ledgerwood & Carpenter, *supra* note 10, at 49.

<sup>214</sup> LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 142, at 7.

<sup>215</sup> Тот же источник.

<sup>216</sup> Тот же источник.

<sup>217</sup> Тот же источник.

и уловок), так и законам о манипулировании путем установления искусственной цены.<sup>218</sup> Функционально равнозначные законы сейчас действуют в США и ЕС, их краткое описание приведено в Таблице 2.

**ТАБЛИЦА 2.**

**Законы США и ЕС по борьбе с манипулированием, имеющие отношение к рынкам газа и электроэнергии**

Запрет откровенного мошенничества:

ЕС:	REMIT - Статья 2, разделы (2)(a)(i), (2)(b), (3)(a)(i), и (3)(b) MAD - Статья 1, разделы (a) и (c)
США:	FERC - 15 U.S.C. § 717c-1 and 16 U.S.C. § 824v; CFTC - 7 U.S.C. § 6(c)(1)

Запрет на использование мошеннических схем, планов и уловок:

ЕС:	REMIT - Статья 2, разделы (2)(a)(iii) и (3)(a)(iii); MAD - Статья 1, раздел (b)
США:	FERC - 15 U.S.C. § 717c-1 and 16 U.S.C. § 824v; CFTC - 7 U.S.C. § 6(c)(1)

Запрет на установление искусственной цены:

ЕС:	REMIT - Статья 2, разделы (2)(a)(ii) и (3)(a)(ii); MAD - Статья 1, раздел (a)
США:	FERC - Нет прямых аналогий, но есть Инструкция по санкциям, <sup>219</sup> CFTC - 7 U.S.C. § 6(c)(3)

Согласно законам о запрете мошенничества для доказательства факта манипулирования рынком необходимо показать, что (1) сделка, подпадающая под эту юрисдикцию, (2) была совершена с использованием мошеннических планов, схем или уловок (3) при обязательном наличии умысла.<sup>220</sup> Анализ иницирующего события манипулирования показывает, что сделки, подпадающие под эту юрисдикцию, были совершены умышленно с целью изменения цены путем убыточной торговли, откровенного мошенничества или применения рыночной силы. Анализ цели манипулирования демонстрирует, что манипулятор умышленно разработал план, схему или уловку для осуществления манипулирования и имел возможность привести их в действие. И последнее, демонстрация причинно-следственной связи между иницирующим событием и целью доказывает наличие связи, которая необходима как механизм совершения манипулирования. Доказательства результатов манипулирования необходимы для обеспечения возвращения незаконно полученных доходов в пользу регулирующих органов или для доказательства убытков при частных судебных исках. Однако в законах против мошенничества не требуются доказательства успеха манипулирования, что позволяет регуляторам налагать финансовые и/или гражданско-правовые санкции путем судебного разбирательства по делу, возбужденному в связи с *попытками* манипулирования. Право налагать санкции на участников рынка за поведение, которому не дано четкого определения, и которое рассматривается в суде на основе различных прецедентов, - это несправедливо при отсутствии четких доказательств причин и результатов манипулирования. В нашей системе описан механизм оценки таких дел таким способом, который соответствует их внутренней логике и может применяться в любых делах, при любых законах и в любых организациях.

Наша система также соответствует трем из четырех элементов требований по обеспечению доказательств согласно законам о запрете установления искусственной цены. Например, согласно закону CFTC доказательства должны подтверждать, что манипулятор имел (1) возможность (2) и намерение (3) создать искусственную цену (4) и был причиной создания

<sup>218</sup> См. также *generally* LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 6, at 3-4.

<sup>219</sup> *Penalty Guidelines, supra* note 34.

<sup>220</sup> См., *e.g.*, *Ledgerwood, supra* note 160, at 8-11.

такой цены. Анализ инициирующего события демонстрирует намерение путем демонстрации экономически невыгодной торговли, откровенного мошенничества или применения рыночной силы. Анализ цели манипулирования демонстрирует, что манипулятор умышленно разработал схему манипулирования и имел возможность привести её в действие. Доказательство причинно-следственной связи демонстрирует связь, необходимую, чтобы показать причину. Все, что остается, - это показать измеряемое воздействие на цену, что эквивалентно требованию, необходимому для обоснования возвращения незаконно полученных доходов или ущерба в законе о запрете мошенничества. Следовательно, способность нашей системы единообразно анализировать компоненты манипулирования согласно требованиям любых законов является еще одним средством унификации методов, применяемых различными организациями, ответственными за обеспечение соблюдения закона, в результате чего создается общий подход к анализу манипулирования рынком. Это также применимо к энергетическим рынкам ЕС согласно требованиям REMIT и MAD, в состав которых входят положения о запрете мошенничества и запрете создания искусственных цен.

#### V. ЗАКЛЮЧЕНИЕ: УТОЧНЕНИЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПОВЕДЕНИЯ, ОТНОСИМОГО К МАНИПУЛИРОВАНИЮ

Исторические прецеденты, созданные делами по обвинению в манипулировании, вынесенными на рассмотрение суда в США, представляют собой комплект не согласующихся между собой отдельных определений некоторых типов поведения в качестве незаконных, при этом отсутствует функциональная связь с общим экономическим контекстом дел, представленных каждой организацией.<sup>221</sup> Этот подход «Я пойму что это оно, когда увижу это» не дает четких указаний участникам рынка относительно типов поведения, которые каждая Комиссия считает манипулированием, это ведет к тому, что участники либо избегают добросовестной торговли, чтобы не допустить подозрений в нарушениях, которые возникают в результате применения судами нечетких и непостоянных стандартов; либо вообще не обращают внимания на эти стандарты, принимая во внимание сведения о том, что в прошлом этим организациям было трудно возбуждать дела.<sup>222</sup> Поскольку в США и ЕС введены новые широкие правила по борьбе с манипулированием, теперь обеспечен более согласованный и логический подход к обнаружению и анализу манипулирования. С этой целью в предлагаемой нами системе дается четкое определение того, что является и что не является манипулированием. Оно предназначено для участников рынка и для организаций, ответственных за обеспечение соблюдения законодательства. В нашей системе не дается единый алгоритм обнаружения и доказательства (или опровержения) факта манипулирования, а, скорее, уменьшается степень субъективности оценок намерений о манипулировании за счет предоставления аналитической структуры, которая является единой для всех обстоятельств. Схема анализа показана ниже на Рис. 2.

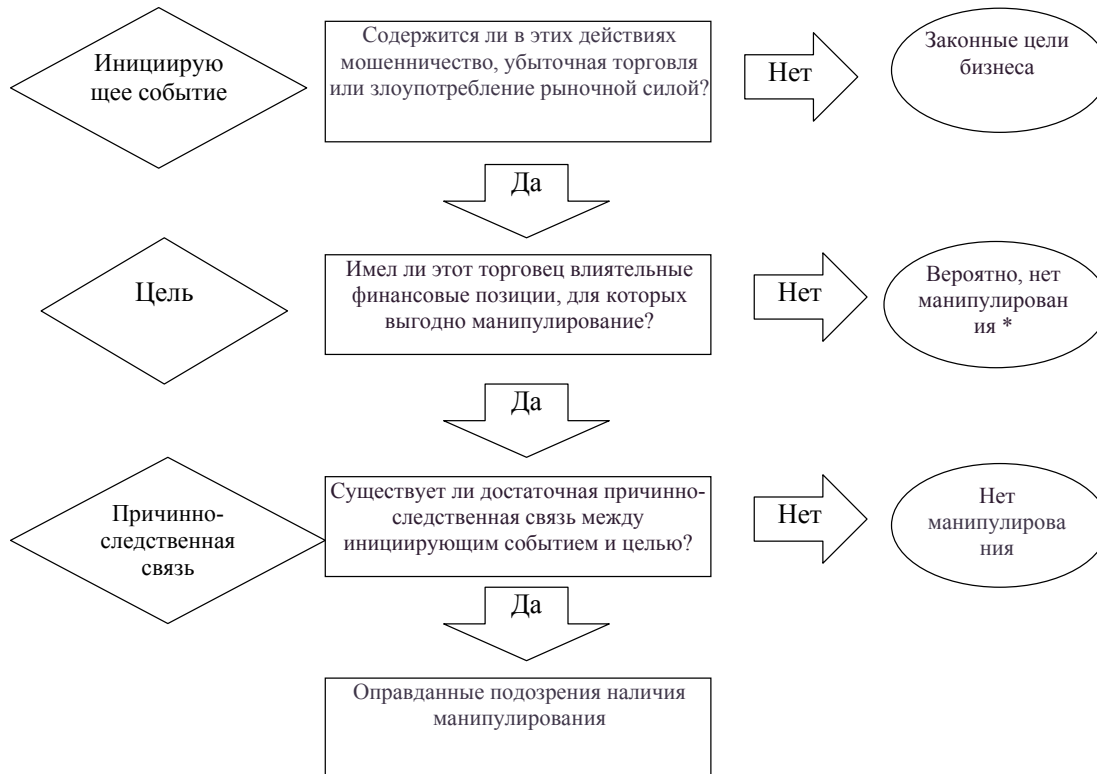
---

<sup>221</sup> LEDGERWOOD ET AL., *supra* note 6, at 1-4.

<sup>222</sup> Тот же источник.

Рис. 2.

## Гипотетический анализ манипулирования с помощью нашей системы.



\* Не все финансовые позиции могут быть видны

Система также помогает в оценке ущерба от манипулирования за счет отдельного рассмотрения ущерба, понесенного при иницилирующем событии, при достижении цели, а также общий ущерб, нанесенный другим рынкам.<sup>223</sup> Ущерб от иницилирующего события возникает для тех, кто обманным путем был вовлечен в торговые сделки и понес убыток в результате использования ошибочной информации, предоставленной манипулятором.<sup>224</sup> Ущерб на целевых позициях наносится участникам сделки с ценопринимающими позициями манипулятора.<sup>225</sup> И последнее, другие стороны могут понести ущерб в результате воздействия этого манипулирования на другие рынки или в результате нарушения номинальной стоимости активов с течением времени.<sup>226</sup> Теоретически «ущерб», вызванный манипулированием на одном рынке, может многократно и бесконечно повториться на других рынках, что делает ущерб потенциально безграничным.<sup>227</sup> Предлагаемая нами система решает эту проблему путем анализа причинно-следственной связи, поскольку надежные доказательства наличия прочной причинно-следственной связи между иницилирующим событием должны быть установлены до того, как начнется какое-либо обсуждение потенциальной ответственности.<sup>228</sup>

В некоторых наших более ранних публикациях, касающихся этой системы, основное внимание направлено на использование экономически невыгодной торговли в качестве иницилирующего события манипулирования.<sup>229</sup> Эти работы важны, поскольку этот тип манипулирования недостаточно изучен, ранее не описан и представляет большую проблему,

<sup>223</sup> См. generally, *Constellation Settlement*, supra note 1, at PP 22, 27.

<sup>224</sup> Экономически невыгодная торговля неправильно отражает стоимость товара и может заставить других участников рынка, находящихся на той же стороне, что иницилирующий участник торговли, купить/продать с убытком, тогда как открытое мошенничество приводит к тому, что все убытки несут только другие участники. Ущерб, нанесенный злоупотреблением рыночной силой, это ущерб, оцениваемый согласно антимонопольным законам. *Ledgerwood & Carpenter*, supra note 10, at 44-45.

<sup>225</sup> Источник тот же, что и в п. 45.

<sup>226</sup> Тот же источник.

<sup>227</sup> Тот же источник.

<sup>228</sup> Тот же источник.

<sup>229</sup> См. generally *Ledgerwood*, supra note 160, at 1; see also, e.g., *LEDGERWOOD ET AL.*, supra note 6, at 1.



поскольку такое поведение не просто отличить от агрессивной, но добросовестной торговли.<sup>230</sup> Однако и другие типы поведения могут инициировать манипулирование и нанести ущерб, в том числе откровенное мошенничество и применение рыночной силы.<sup>231</sup> Как мы уже говорили, предлагаемая нами система в равной мере применима во всех этих обстоятельствах, поскольку логика цепочки - инициирующее событие, цель и причинно-следственная связь - соответствует всем этим случаям.

---

<sup>230</sup> Трое наших коллег из фирмы *The Brattle Group* подали замечания по приговору в судебном разбирательстве CFTC, касающиеся её новых правил по борьбе с манипулированием, приложив статью Ledgerwood's paper *Screens for the Detection of Manipulative Intent* (*supra* note 160). См. also Comments of Daniel Arthur, Romkaew Broehm, & Gerald Taylor to the CFTC on Notice of Proposed Rulemaking Prohibition of Market Manipulation (Jan. 3, 2011). На открытом собрании CFTC 7 июля 2011 года эти замечания были внимательно рассмотрены, поскольку в них экономически невыгодная торговля рассматривается как единственное возможное инициирующее событие для поведения, относимого к манипулированию. *Open Meeting on Five Final Rule Proposals Under the Dodd-Frank Act*, CFTC, at timestamps 58:37 and 59:05 (July 7, 2011). Эта наша статья написана для того, чтобы показать, что наша система применима и ко многим другим типам поведения, используемым в качестве инициирующего события, а не только к экономически невыгодной торговле.

<sup>231</sup> В статье рассматриваются действия, в которых цена используется в качестве механизма события, инициирующего манипулирование. Однако и другие типы причинно-следственных связей могут быть использованы для манипулирования рынком, в том числе результаты работы рынка. Shaun D. Ledgerwood & Wesley J. Heath, *Rummaging Through the Bottom of Pandora's Box: Funding Predatory Pricing Through Contemporaneous Recoupment*, VA. L. & BUS. REV. (forthcoming 2012) В действительности для запуска манипулирования могут быть использованы какие-либо организационные или информационные процессы, включая использование инсайдерской информации, полученной с помощью политических процессов, и не только это, а и другие средства инициации манипулирования. *60 Minutes: Congress: Trading Stock on Inside Information?* (CBS television broadcast Nov. 13, 2011). Эта система является достаточно динамичной, она создает основу для обсуждений и анализа такого поведения.