

УДК 336

А.И. Гуляткин

МЕТОДЫ МАНИПУЛЯЦИИ ЦЕНАМИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ ПРИ ПРОВЕДЕНИИ СДЕЛКИ ВРАЖДЕБНОГО ПОГЛОЩЕНИЯ

Аннотация. В статье описывается процесс покупки акций компании-цели на вторичном рынке в ходе враждебного поглощения. Раскрываются основные критерии, необходимые для успешного проведения сделки, а также перечисляются методы недобросовестной манипуляции ценами с целью занижения их реальной стоимости и сокрытия мотивов инициатора сделки. Автор на примере стакана заявок рассматривает иррациональное поведение слабых держателей акций. Классические сигналы анализа спреда и объемов интерпретируются с точки зрения инициатора поглощения, как крупного держателя акций приобретаемой компании.

Ключевые слова: враждебное поглощение, фондовый рынок, манипуляция ценами.

Anton Gulyatkin

METHODS OF PRICE MANIPULATION ON A STOCK MARKET DURING HOSTILE TAKEOVER OF A COMPANY

Annotation. Article discusses a process of buying shares of a target company on a secondary market during hostile acquisition. Main norms required for a successful trade are presented. Author also describes unfavorable tactics aimed at devaluing a stock of a target company and hiding actual motives of a takeover originator. Irrational behavior of weak shareholders is examined in the article with an example of an order book. Common volume spread analysis signals are being studied from the point of view of acquisition originator, as a smart money shareholder of the company being acquired.

Keywords: hostile takeover, stock market, methods of price manipulation.

В развитых экономиках мира существуют свои особенности в сделках враждебных поглощений. Традиционно, в западных странах подобные сделки именуются как «Hostile takeover of a company». Под этим термином принято обозначать приобретение контрольного пакета акций тех компаний, чей высший менеджмент отклонил предложение инициатора сделки [9]. В рамках hostile takeover (враждебного поглощения) совершают тендерное предложение напрямую акционерам компании-жертвы, либо скупают крупные пакеты акций на вторичном рынке. Второй вариант является самым распространенным. Он включает в себя: выбор жертвы; компанию в средствах массовой информации (СМИ) по дискредитации объекта поглощения; манипуляцию ценами на фондовом рынке; скупку акций.

Из перечисленных пунктов манипуляция ценами на фондовом рынке при проведении сделки поглощения является той темой, которая мало изучена в российской практике. Данная проблема становится все более актуальной, в связи с развитием российского фондового рынка. Так, в 2015 г. российским компаниям удалось привлечь капитал, несмотря на сложный внешний фон. К 2020 г. на фондовом рынке РФ ожидается бурный рост IPO, что станет одним из катализаторов развития рынка слияний и поглощений. Как следствие, компаниям, которые готовятся к выходу на фондовый рынок, важно знать о сигналах, указывающих на скупку акций при проведении враждебного поглощения. Это позволит вовремя отреагировать на возникшую угрозу.

При проведении враждебного поглощения основным мотивом для инициатора является получение финансовой или операционной синергии. Финансовая синергия может принять форму увеличения денежных потоков или снижения стоимости привлечения капитала (ставки дисконтирования). Этот тип синергии выражается через: увеличение денежного потока; реализацию пассивных денежных потоков; экономию на налогах; снижению стоимости капитала; стабилизации денежного потока [3]. Операционная синергия позволяет фирмам поднять свой операционный доход, увеличить темпы

роста, или достичь и того, и другого. Операционные синергии можно подразделить на пять типов: экономия от масштаба; возможность повышать цену; диверсификация бизнеса; объединение различных функциональных сил; ускоренный рост на новых или существующих рынках [3].

В условиях враждебного поглощения скупка акций через фондовый рынок является доминирующим способом приобретения в западных странах.

Когда компания-поглотитель стремится быстро получить контроль над публичной организацией, не открывая своих истинных намерений, она прибегает к скупке акций на открытом рынке. Данный способ широко используется за рубежом, а в России носит эпизодический характер. В своей статье Тимур Хакимов отмечает, что российский вторичный рынок имеет ряд особенностей. Во-первых, отечественный рынок относительно невелик. Как следствие, на нем присутствуют далеко не все желаемые объекты. Во-вторых, очень часто значительные пакеты акций находятся во владении сотрудников компании [8].

В зарубежной практике скупкой акций пользуются крупные конгломераты, которые диверсифицируют свой бизнес за счет покупки компаний с малой или средней капитализацией. Такие враждебные поглощения связаны с инновационными и высокотехнологичными компаниями.

Для проведения скупки на фондовом рынке инициатор поглощения прибегает к услугам брокерских агентств, которые выполняют все необходимые операции на вторичном рынке. В ходе всего процесса инициатор желает остаться неизвестным, это связано с тем, что компания-цель может указывать конкурентам на будущие проекты.

Достижение успешной скупки возможно, когда акции компании-цели подходят по ряду критериев.

1. **Достаточный уровень free-float.** Free-float – этот термин обозначает долю акций, находящихся в свободном обращении на рынке [4]. Чем больше акций получит инициатор поглощения, тем большим объемом прав он будет обладать, и следовательно, влиять на деятельность компании-цели. Согласно подп. 2 п. 1 ст. 65 Федерального закона от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», (далее – Закон об АО), внеочередное общее собрание акционеров по требованию акционера (акционеров) может проводиться в случае наличия не менее 10 % голосующих акций общества на дату предъявления требования о созыве собрания [7]. Если free-float превышает 50 %, и в Уставе компании-цели не прописаны условия защиты от враждебного поглощения, то получение контрольного пакета позволяет запустить процедуру приобретения.

2. **Оптимальный уровень ликвидности** – это важный показатель для совершения операций по скупке акций. Если ликвидности недостаточно, то покупка значительных пакетов акций привлекает излишнее внимание. Это способствует притоку спекулянтов, которые могут затруднить процесс скупки. Достаточная ликвидность позволит остаться незаметным. В процессе аккумуляции акции у одного участника ликвидность на рынке начнет падать, а цена подниматься. Брокер, скупающий акции, может имитировать наличие ликвидности, выставляя заявки на продажу и на покупку. В ходе таких манипуляций дневные спреды станут более грубыми, узкими и стабильными. Это связано с тем, что брокер будет стремиться удержать цену на одном уровне. Инициатор слияния имеет определенный ценовой диапазон, являющийся ориентиром при покупке акций, и, несмотря на то, что цены будут расти, брокер постарается удержать их в заданных рамках.

3. **Наличие крупных игроков** – этот показатель напрямую влияет на время реализации скупки акций. Крупные игроки всегда заметят присутствие конкурента, так как обладают всеми техническими возможностями. Когда акция становится объектом заработка нескольких крупных игроков, затраты на реализацию скупки значительно возрастают. В зависимости от размера компании-цели, денежных затрат и факторов описанных выше, существуют несколько методов, позволяющих провести скупку акций.

Агрессивная скупка акций. Применяется крупными компаниями, конгломератами и холдингами. Для таких компаний скупка акций с малой капитализацией – это незначительные затраты. Процесс покупки может занять от трех до тридцати дней. В период скупки цена может вырасти в несколько раз. Так получается из-за появления крупного спроса со стороны инициатора сделки. Как было сказано ранее, скупку может осуществлять нанятая брокерская фирма. К агрессивной скупке прибегают в случае отсутствия времени. При высоком значении free-float может способствовать притоку спекулянтов. На графике такая скупка напоминает образование пузыря.

Постепенная скупка акций. К постепенной скупке акций прибегают инициаторы средней и малой капитализации. Такой способ позволяет экономить денежные средства и оставаться почти незаметными в течение некоторого времени. Это особенно важно организациям, для которых покупка необходимого пакета акций составляет значительную часть бюджета [1]. Такая стратегия имеет несколько фаз.

1. **Первичная аккумуляция** – это фаза, в которой брокер в интересах организатора покупает весомый пакет акций. Фактически, такие накопления акций являются первоначальными инвестициями, которые помогут манипулировать ценами в дальнейшем.

2. **Удержание цены** – это период, где за счет накопленных в первой фазе акций брокер удерживает цену, не давая ей двигаться. Постепенно инвесторы, находящиеся на акции чувствуют психологическое давление и продают свои акции, пополняя запас брокера. В этот период манипулятор может продавить цену вниз.

3. **Финальная скупка** – когда цена «продавлена к низам» (покупатель всегда хочет купить дешевле), брокер начинает активно закупать дешевые акции. Это приводит к росту объемов и вздутию цены.

Для того, чтобы провести манипуляцию ценами, инициатор поглощения может использовать ряд приемов, большая часть которых предназначена для устрашения других держателей акций.

Стена «Плита» – этот прием направлен на создание иллюзии крупной продажи. Держатель акции увидит в стакане гигантскую заявку на продажу по лучшей цене. Быки, наблюдая за стеной на продажу, верят в малую вероятность роста стоимости акции и начинают продавать их.

На бирже действует закон живой очереди, слабые игроки не рискнут закрывать свои позиции по цене, на которой находится стена, потому что в этом случае они рискуют продать последними. Это побуждает их стать **«Front Runner»** (фронт-раннерами). Это участники рынка, которые выставляют свои заявки на продажу перед стеной. Таким образом, слабые игроки, избавляясь от своих акций, двигают цену вниз. Если цена устраивает брокера, то резкого обвала цен не случится, так как в тот момент, когда все будут продавать, брокер будет покупать. На рисунке 1. представлена стена на продажу, а также группа из фронт-раннеров, которые заняли позиции на три шага ниже [2].

Таблица 1

Стена на продажу в стакане заявок (объем 15 653 лотов)

Продажа	Цена	Покупка
502	5,6	
1013	5,5	
1808	5,4	
267	5,3	
1063	5,2	
558	5,1	
<u>15653</u>	5,0	

Окончание таблицы 1

Продажа	Цена	Покупка
636	4,9	
192	4,8	
96	4,7	
	4,6	418
	4,5	1064
	4,4	372
	4,3	659
	4,2	1060
	4,1	1207
	4,0	2340
	3,9	1273
	3,8	1244
	3,7	1089

Фиксация цен или «Зажим из плит» – это стратегия, при которой используются несколько стен по обе стороны стакана заявок. Стены удерживают цену внутри дня в нужном диапазоне. Между стенами оставляют небольшой зазор для слабых держателей акций. Он устанавливается по лучшей цене продавца и лучшей цене покупателя. Пока цена находится в зажимах, слабые игроки могут реализовывать свои акции только в свободной от стен зоне. Если стены «Плиты» появились, то велика вероятность того, что движение цен прекратится на длительное время [5].

Эту стратегию, также принято называть **«Игрой на bid ask спреде»**, обычно ее применяют маркетмейкеры. Стратегия направлена на постепенное накопление акций у крупного игрока или на получение дохода в случае маркетмейкера. Визуально зажим из плит можно увидеть в стакане заявок. На ценовом графике происходит сужение тел свечей и выстраивание их в длинную пунктирную линию при наличии объема (см. рис. 2). При этом, каждый день цена может подниматься или опускаться на один-два шага.

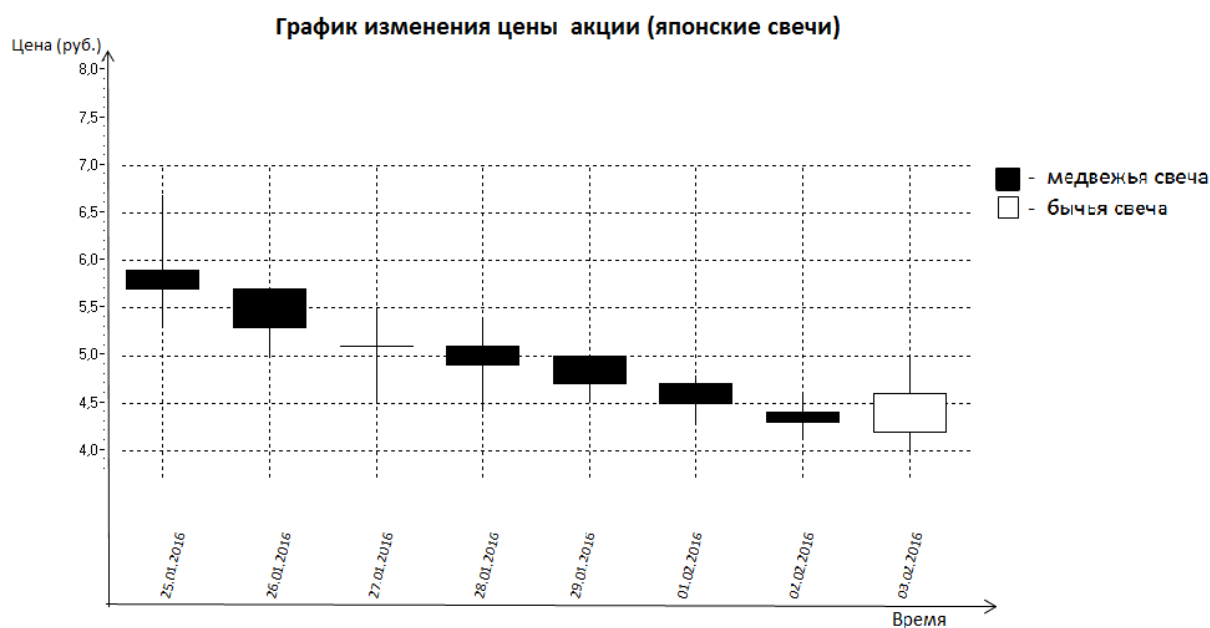


Рис. 1. График цены акции при зажиме из плит

Манипуляция счетами – этот элемент недобросовестной торговли используется для создания иллюзии активности. Крупный игрок продает или покупает акции между собственными счетами. Так можно имитировать движение цены, оставляя акции у себя. Акции и деньги – это топливо, которое необходимо для движения цены. Важно его сохранить. Для целей будущего поглощения накопление акций играет важнейшую роль [2].

Практика манипуляции ценами на фондовом рынке задействует эффекты, основанные на специфике поведенческих финансов, анализа объемов и несовершенствах инструментов технического анализа. Как показывают исследования, все приемы недобросовестных игроков направлены на формирование страха у держателей акций. Это приводит к аккумуляции крупных пакетов акций в одних руках. При достижении заданного уровня инициатор сделки запускает процесс поглощения.

По данным консалтинговой компании KPMG, в 2014 г. активность на рынке слияний и поглощений в количественном выражении возросла почти вдвое (было объявлено о 595 сделках, в 2013 г. – о 316 сделках). На 2014 г. рынок сфокусирован на сделках менее 250 млн. В 2015 г. эта тенденция сохранилась [6]. Прогнозируемый аналитиками рост IPO к 2020 г может стать катализатором враждебных поглощений через скупку акций на фондовом рынке.

В рассмотренной статье представлено несколько инструментов недобросовестной игры на рынке акций. Эти методы могут использоваться на разных рынках во множестве ситуаций. В данной работе они рассматриваются через призму интересов инициатора сделки поглощения. В американской практике всем описанным действиям может сопутствовать «новостной шум», направленный на организацию падения цен. Низкие цены более выгодны для организатора поглощения. Фондовый рынок России еще достаточно молод, но в будущем, с развитием бизнеса и притоком ликвидности данные схемы смогут быть применены для целей поглощения.

Библиографический список

1. Беллафиоре, М. Один хороший трейд : учеб. пособ / М. Беллафиоре. – М. : СмартБук, 2012. – 300 с. – ISBN 978-5-9791-0274-0.
2. Вильямс, Т. Хозяева рынка : учеб. пособ / Т. Вильямс. – М. : Альпари, 2010. – 185 с.
3. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов : учеб. пособ / А. Дамодаран. – М. : Альпина бизнес букс, 2008. 1340 с. – ISBN 978-5-9614-0802-7.
4. Пануров, А. Алгоритмы манипулирования на рынке [Электронный ресурс] / А. Пануров. – Режим доступа : <http://true-trend.ru/video-uroki/manipulyacii-na-rynke.html> (дата обращения : 09.11.2015).
5. Рынок слияний и поглощений в 2014 г. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : https://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_MA_4r_2015.pdf. (дата обращения : 02.03.2015).
6. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.95 № 208-ФЗ. – [Электронный ресурс] режим доступа : Справочная правовая система «Консультант Плюс» (дата обращения : 02.06.2016).
7. Хакимов Т. Враждебные поглощения: технология, стратегия и тактика нападения // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2004. – №4. – 71–77 с.
8. Free-Float Methodology [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://www.investopedia.com/video/play/freefloat-methodology/> (accessed date : 05.06.1995).
9. Pignataro P. Mergers acquisitions and other restructuring activities / P. Pignataro. – New Jersey: Wiley, 2015. – 350 p. – ISBN 978-1-118-90871.