

АСОЦІАЦІЯ «УКРАЇНСЬКІ ФОНДОВІ ТОРГОВЦІ»

ЗЛОВЖИВАННЯ НА РИНКУ КАПІТАЛІВ

ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ АСПЕКТИ

*За редакцією О. Г. Кошового,
доктора юридичних наук, професора
В. М. Тертишника та доктора економічних
наук, професора Н. М. Шелудько*

Дніпро • ЛІРА • 2019

УДК 336.76:343.37](477)
3-68

Автори:

Ануфрієва К. В. (§ 2 гл. 1), Белкін Л. М. (додаток 2), Блахньо-Пажих А. (§ 2 гл. 4), Брус С. І. (пп. 1.2.2, 3.3.1), Заруцька О. П. (пп. 1.1.3, 3.3.2-3.3.4, 3.4.2), Каменський Д. В. (§ 1, 6, 7 гл. 2), Кошовий О. Г. (§ 6-8 гл. 2, § 2 гл. 3, § 1 гл. 4, гл. 5, висновки до гл. 4, гл. 5, Вставки 2.16 та 2.18), Тертишник В. М. (§ 8 гл. 2, гл. 5), Шелудько Н. М. (передмова, вступ, висновки до глав, висновки та пропозиції, післямова, додаток 3), Шишков С. Є. (вступ, методологічний коментар, пп. 1.1.1-1.1.2 та § 3 гл. 1, § 1-5 гл. 2, § 1 та п. 3.4.1 гл. 3, гл. 5, додаток 3).

Рецензенти:

доктор економічних наук, професор О. І. Береславська, завідувач кафедри банківської справи та фінансового моніторингу (Університет державної фіскальної служби України);

доктор економічних наук, професор О. О. Лапко, завідувач кафедри фінансів та обліку (Міжнародний університет фінансів);

доктор юридичних наук, професор Л. М. Касьяненко, професор кафедри фінансового права (Університет державної фіскальної служби України);

доктор юридичних наук, доцент Т. О. Мацелик, завідувач кафедри фінансового права (Університет державної фіскальної служби України);

доктор економічних наук, професор Н. В. Савчук, професор кафедри міжнародних фінансів (ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»).

Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти / За ред. О. Г. Кошового, д. ю. н., проф. В. М. Тертишника, д. е. н., проф. Н. М. Шелудько. Дніпро: ЛІРА, 2019. 532 с.

Уперше в утічизняній економічній і правовій літературі досліджено природу і особливості деформацій фондового ринку як складової ринку капіталів у взаємозв'язку з системою відповідальності за зловживання ринком (market abuse). Розкрита сучасна доктрина й представлений системний аналіз з урахуванням міжнародного досвіду, стану чинного та перспективного законодавства України, розкриті проблеми протидії правопорушенням на фондовому ринку, а також кримінально-правової та адміністративної відповідальності за зловживання ринком та інші, суміжні з такими діями, зловживання. Ґрунтовно висвітлені проблеми юридичної визначеності та конкуренції правових норм, що застосовуються при регулюванні ринкових відносин, наведені рекомендації щодо удосконалення законодавства та юридичної практики.

Робота розрахована на учасників правовідносин на ринку капіталів, інвесторів, практикуючих юристів, суддів, адвокатів, слідчих, детективів, бізнесменів, посадовців. Вона буде слухним помічником також студентам, які навчаються за спеціальностями «Право», «Біржова справа», «Фінансове посередництво», аспірантам і викладачам юридичних та економічних закладів, усім тим, хто прагне до поглибленого та комплексного опанування механізмів діяльності фондового ринку.

ISBN 978-966-981-240-7

© Автори, 2019

© Асоціація «Українські Фондові Торговці», 2019

© Кошовий О. Г., Тертишник В. М.,

Шелудько Н. М., Шишков С. Є., 2019

© Кошовий О. Г., ідея, 2019

ЗМІСТ

Передмова	10
Вступ	13
Методологічний коментар	15
Глосарій	20

ГЛАВА 1. ЗЛОВЖИВАННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ: СУТНІСТЬ, ПРОЯВИ, ІНСТРУМЕНТАРІЙ ПРОТИДІЇ 23

§ 1. Інформаційна асиметрія і зловживання на фондовому ринку 25

1.1.1. Інформаційна асиметрія як передумова виникнення зловживань на фондовому ринку	25
1.1.2. Зниження інформаційної асиметрії на фондовому ринку: інституційна складова.	31
1.1.3. Цінові коливання на фондових ринках: можливості та обмеження сучасного інструментарію оцінки.	33

§ 2. Маніпулювання на фондовому ринку: сутність, ознаки, світовий досвід регулювання. 46

1.2.1. Маніпулювання на фондовому ринку: сутнісні критерії та елементи	46
1.2.2. Інститут відповідальності за зловживання ринком: становлення та еволюція.	49
1.2.3. Сучасна європейська практика протидії ринковому маніпулюванню	61

§ 3. Зловживання на нерозвиненому фондовому ринку: проблеми ідентифікації. 66

1.3.1. Фондовий ринок України: вектори еволюції.	67
1.3.2. Інституалізація фондового ринку в економічній системі держави: детермінанти та особливості	72
1.3.3. Деформації фондового ринку: інституційно-функціональний вимір	78

1.3.3.1. Емітенти та інструменти	78
1.3.3.2. Інвестори	84
1.3.3.3. Фінансові посередники та інфраструктура	95
1.3.3.4. Ринкові бенчмарки: індекси та капіталізація	103
1.3.3.5. Ознаки неліквідності ринку. Особливості обігу акцій та облігацій	110
1.3.3.6. Нерегулярність торгів, відсутність активного ринку, дійсних цін та об'єктивного ціноутворення на біржовому ринку України	116
1.3.4. Ціноутворення на нерозвиненому фондовому ринку: особливості та проблеми	124
1.3.4.1. Особливості формування біржових цін. Адресні та безадресні заявки	124
1.3.4.2. Операційні та інфраструктурні проблеми біржової торгівлі	129
1.3.4.3. Процедури контролю на фондовій біржі	131
Висновки до Глави 1	133

ГЛАВА 2. ЗЛОВЖИВАННЯ НА РИНКАХ КАПІТАЛІВ: ІНСТИТУЦІЙНИЙ КОНТЕКСТ

137

§ 1. Злочини на фондовому ринку: адекватність чинних кримінально-правових норм суспільно-економічним реаліям

137

2.1.1. Норми Кримінального кодексу України щодо злочинів на фондовому ринку	137
2.1.2. Стаття 222. Шахрайство з фінансовими ресурсами	139
2.1.3. Заборона виготовлення та використання підроблених цінних паперів (статті 199 та 224)	142
2.1.4. Стаття 223 ² . Порушення порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів	150
2.1.5. Злочини в депозитарній системі	152
2.1.6. Стаття 223 ¹ . Підроблення документів, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів	158
2.1.7. Стаття 232 ² . Приховування інформації про діяльність емітента	160

2.1.8. Спеціальні прояви шахрайства саме на фондовому ринку (статті 222 ¹ , 232 ¹ ККУ)	162
---	-----

§ 2. Виникнення та еволюція в законодавстві України інститутів відповідальності за зловживання на фондовому ринку

163

§ 3. Законодавчий підхід до визначення маніпулювання на фондовому ринку (стаття 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»)

183

§ 4. Терміни та поняття, що використовуються в статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»)

187

2.4.1. Поняття «очевидний економічний сенс»	189
2.4.2. Поняття «очевидна законна мета»	193
2.4.3. Терміни «ціна/ціни», «ціни які склалися наприкінці торговельної сесії», «ціна ... цінного папера, яка складалася тієї ж торговельної сесії (поточна ціна)»	196
2.4.4. Терміни «ціна цінного папера, яка не відповідає дійсності», «поставка, придбання цінного папера, яка не відповідає дійсності»	209
2.4.5. Терміни «значне збільшення або зниження ціни папера», «суттєвий вплив на ціну цінного папера», «суттєве відхилення ціни цінного папера», «суттєве відхилення від поточної ціни»	210
2.4.6. Термін «намагання здійснити операцію»	215
2.4.7. Термін «операція»	216
2.4.8. Термін, що позначає часовий орієнтир «перед закриттям торгової сесії»	217

§ 5. Декомпозиція сценаріїв маніпулювання

218

2.5.1. Сценарій маніпулювання 1: пункт 1 статті 10 ¹	219
2.5.2. Сценарій маніпулювання 2: пункт 2 статті 10 ¹	220
2.5.3. Сценарій маніпулювання 3: пункт 3 статті 10 ¹	221
2.5.4. Сценарій маніпулювання 4: пункт 4 статті 10 ¹	222
2.5.5. Сценарій маніпулювання 5: пункт 5 статті 10 ¹	223
2.5.6. Сценарій маніпулювання 6: пункт 6 статті 10 ¹	224
2.5.7. Сценарій маніпулювання 7: пункт 7 статті 10 ¹	225

2.5.8. Сценарій маніпулювання 8: пункт 8 статті 10 ¹	227
2.5.9. Можливі ознаки маніпулювання.	228
§ 6. Маніпулювання на фондовому ринку.	
Науково-практичний коментар	230
2.6.1. Стаття 222 ¹ . Маніпулювання на фондовому ринку (ККУ). Методика розслідування злочину	230
2.6.2. Стаття 163 ⁸ . Маніпулювання на фондовому ринку (КУпАП).	257
2.6.3. Стаття 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів (пункт 11 частини 1).	258
§ 7. Незаконне використання інсайдерської інформації. Науково-практичний коментар	266
2.7.1. Стаття 232 ¹ . Незаконне використання інсайдерської інформації (ККУ). Методика розслідування злочину.	266
2.7.2. Стаття 163 ⁹ . Незаконне використання інсайдерської інформації (КУпАП)	282
2.7.3. Стаття 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів (пункт 12 частини 1)	283
§ 8. Доктринальна та правова якість інститутів кримінального права, пов'язаних із застосуванням відповідальності за зловживання на ринках капіталів в Україні.	285
2.8.1. Загальна характеристика інституту кримінальної відповідальності за зловживання на ринку	285
2.8.2. Бланкетний спосіб викладення норм, що встановлюють кримінальну відповідальність за зловживання на ринках капіталів.	290
2.8.3. Якісно-змістовний аналіз викладення норм, що встановлюють кримінальну відповідальність за зловживання на ринках капіталів.	296
Висновки до Глави 2	305

ГЛАВА 3. МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ТА ПРАКТИКА ВИЯВЛЕННЯ ЗЛОВЖИВАНЬ РИНКОМ. СУДОВО-ЕКСПЕРТНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПРОВАДЖЕНЬ, ПОВ'ЯЗАНИХ ЗІ ЗЛОВЖИВАННЯМИ РИНКОМ

§ 1. Найважливіша модель виявлення ознак маніпулювання ринком: основні характеристики та концептуальні прогалини.	308
3.1.1. Загальна характеристика Методичних рекомендацій.	309
3.1.2. Інформація, що має враховуватися при дослідженні ознак маніпулювання	310
3.1.2.1. Відсутність деталізації, зрозумілих критеріїв та алгоритмів.	310
3.1.2.2. Відсутність чіткої ідентифікації цінних індикаторів.	310
3.1.2.3. Відсутність конкретизації «інсайдерської інформації» відповідно до сценарію маніпулювання 2	313
3.1.2.4. Відсутність конкретизації «шахрайства» відповідно до сценарію маніпулювання 2	314
3.1.2.5. Відсутність конкретизації інформації, поширення якої може призвести до введення в оману учасників ринку, відповідно до сценарію маніпулювання 3.	315
3.1.2.6. Відсутність визначення та формалізації численних алгоритмів, критеріїв і понять.	316
3.1.2.7. Неврахування специфіки різних сценаріїв маніпулювання під час збору інформації	316
3.1.3. Неврахування сучасного стану фондового ринку	318
3.1.4. Інші суперечливі аспекти сценаріїв маніпулювання та підходів щодо їхнього виявлення.	319
3.1.4.1. Наявність цінних паперів в активах ICI	319
3.1.4.2. Договори на підтримання цін цінних паперів	320
3.1.4.3. Обмеженість кола фінансових інструментів, за якими врегульовано порядок протидії маніпулюванню	322
3.1.4.4. Ігнорування специфіки боргових цінних паперів	323
§ 2. Фондовий ринок як спеціальний об'єкт дослідження судової експертизи.	325
3.2.1. Спеціальний характер знань про фондовий ринок і необхідність навчання	325

3.2.2. Сучасний стан експертної забезпеченості правосуддя у питаннях функціонування фондового ринку	329
3.2.3. Стан методологічного та нормативного забезпечення проведення судової експертизи діяльності на фондовому ринку (біржі)	333
§ 3. Виявлення дій, що є маніпулюванням на ринку: сучасна практика США та ЄС	338
3.3.1. Досвід США	338
3.3.2. Регламент ЄС про зловживання на ринку (MAR)	343
3.3.3. Досвід Німеччини: процедури BaFin	347
3.3.4. Науково-практичні дослідження щодо виявлення зловживань на ринку (стислий огляд)	349
§ 4. Виявлення ознак маніпулювання ринком в Україні: узагальнення, можливі підходи та перспективний інструментарій	352
3.4.1. Недосконалість методологічної основи для протидії маніпулюванню	352
3.4.2. Обробка звітності учасників ринку: необхідність комплексної автоматизації та перспективний інструментарій	354
Висновки до Глави 3	363
ГЛАВА 4. ACQUIS ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ ЩОДО ЗЛОВЖИВАНЬ НА РИНКАХ КАПІТАЛІВ	366
§ 1. Законодавство Європейського Союзу про кримінальні санкції за зловживання на ринку капіталів	366
§ 2. Захист ринку капіталів від зловживань у Польщі: проблеми імплементації законодавства ЄС	373
4.2.1. Захист ринку капіталів від зловживань до моменту вступу Польщі до Європейського Союзу	374
4.2.2. Імплементація Директиви Market Abuse I (MAD I)	376
4.2.3. Імплементація Директиви Market Abuse II (MAD II) та захист ринку, пов'язаний з Регламентом Market Abuse Regulation (MAR)	383

4.2.3.1. Проблеми перехідного періоду (до моменту набрання юридичної сили Закону «Про обіг фінансових інструментів» 2017 р.)	385
4.2.3.2. Відповідальність у зв'язку з вчиненням злочину маніпулювання та <i>insider dealing</i>	387
Висновки до Глави 4	394

ГЛАВА 5. МОДЕЛЬ КРИМІНАЛЬНО-ПРАВОВОЇ ВІДПОВІДАЛЬНОСТІ ЗА ЗЛОВЖИВАННЯ НА РИНКУ. ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО ЗАКОНОДАВСТВА	396
Проект Закону України щодо протидії зловживанням на ринку	401
Закон України щодо протидії зловживанням на ринку	401
Порівняльна таблиця до проекту Закону України	410
Пояснювальна записка до проекту Закону України	428
Висновки до Глави 5	434
Висновки та пропозиції	437
Післямова	441
Додатки	
Додаток 1. Методичні рекомендації зі встановлення наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку, затверджені Наказом Голови НКЦПФР від 19.08.2013 р. № 445.	443
Додаток 2. Приклади практики правозастосування НКЦПФР та судової практики за пунктом 11 частини 1 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».	464
Додаток 3. Найбільш масштабна афера на фондовому ринку	480
Foreword. Introduction. Conclusions and proposals.	
Afterword	493
Перелік Вставок	504
Перелік таблиць	506
Перелік рисунків	508
Автори	510
Кольорові ілюстрації	512

ПЕРЕДМОВА

Після століть еволюції, численних криз, фінансових потрясінь фондові ринки перестали ототожнюватись у суспільній свідомості лише з фіктивним капіталом, перетворившись на реальні механізми залучення інвестицій, оцінки прав власності на активи, що є основою ринкової економіки.

Значною мірою це стало підсумком своєрідного консенсусу емітентів, інвесторів, регуляторів, що політика непрозорості та подвійних стандартів на фондовому ринку є неефективною, а протидія маніпулюванню з цінами на фінансові інструменти та інсайдерським угодам, а також адекватна практика правозастосування щодо порушень прав інвесторів – не просто критично важливою для фондових ринків, а слугує інституційним фундаментом їхньої ефективності та життєздатності.

Нині, як і століття тому, фондовий ринок – це територія асиметрій і невизначеності, зона волатильності та ризиків. В умовах перманентної модифікації ризиків, прискорення швидкості поширення інформації, Fintech-інновацій протидія конфліктам інтересів, справедливості ціноутворення, захист інтересів інвесторів залишаються обов'язковими складовими політичних рішень і регуляторних практик щодо фондових ринків.

Проте запозичення навіть кращих світових практик і підходів не гарантує зниження ризиків й асиметрій на фондовому ринку, посилення його зрілості та функціональної ролі в економіці. Більше того, в ситуації «забігання наперед» з перенесенням норм, підходів та інструментарію, неадекватних локальним умовам, цілком можливі і зворотні ефекти – від несприйняття і відторгнення запозичень до консервації або ж поглиблення структурно-функціональних деформацій фондового ринку.

У 1990-х роках зразком організації фондового ринку для України стала market based system (т. зв. «система фінансування, заснована на ринках»), характерна для економік англосаксонського типу, фондові ринки яких і тоді і зараз домінують у глобальних фінансах.

Упродовж понад двох десятиліть історія становлення та розвитку фондового ринку в Україні містить численні приклади запозичення кращих світових практик – внаслідок організації бірж, депозитарної, клірингової інфраструктури тощо, однак факт лишається фактом – фондовий ринок, який у світі є рушійною силою економіки, в Україні вкрай незадовільно виконує функції мобілізації, алокації та спрямування фінансових ресурсів для стимулювання економічного розвитку та залучення інвестицій.

Попри поодинокі позитивні приклади інтеграції до світових ринків капіталу (зокрема, нещодавнє забезпечення доступу іноземних інвесторів до державних облігацій України через міжнародний депозитарій Clearstream і допуску на український ринок держоблігацій США та акцій компанії Apple), фондовий ринок України характеризується значними деформаціями та диспропорціями, залишається нерозвиненим і непривабливим для внутрішніх та зовнішніх інвесторів.

Суттєвими причинами є непослідовність законодавчих змін, фрагментарність та суперечливість у імплементації європейської правової основи, певна хаотичність регулювання та відсутність врахування об'єктивних чинників функціонування незрілого національного ринку капіталу, зокрема складнощі ціноутворення.

Через низку факторів (тотальну неліквідність, відсутність інтересу емітентів та інвесторів до залучення та розміщення капіталу, нерегулярність торгів) в Україні відсутні умови та можливості для формування справедливих цін на переважну кількість фінансових інструментів. Регуляторне підвищення вимог до ціноутворення та допуску до торгів поки що призводить лише до існування неактуальних цінових орієнтирів та дефіциту біржового інструментарію.

У таких умовах протидія ринковим зловживанням стикається із очевидними складнощами, які навряд чи будуть швидко вирішені навіть після того, як замість наявних (достатньо суб'єктивних) критеріїв виявлення маніпулювання до національного законодавства будуть імplementовані відповідні європейські вимоги, оскільки вони передбачають врахування та формалізацію регулятором ринкових практик та особливостей, притаманних конкретному ринку.

Виявлення маніпулятивних практик на нерозвиненому та неліквідному ринку є нетривіальним завданням, що необхідно враховувати для належного регулювання фондового ринку України, створення стимулів для його розвитку та оновлення законодавства.

ВСТУП

За винятком досить активного випуску та обігу державних цінних паперів національний фондовий ринок, за оцінками його учасників, перебуває у депресивному стані та переживає період чергового «перезавантаження», активна фаза якого розпочалася з 2015 р. До цього ринок теж оцінювався як недостатньо розвинений і неліквідний, а його окремі сегменти та їхні параметри – як достатньо умовні. Проте саме з 2015 р. тези про те, що ринок капіталу в Україні фактично відсутній, стали регулярно висловлюватися, як не дивно, його регулятором¹. Водночас НКЦПФР розпочала масштабну кампанію з «очищення» ринку. Передбачалося, що це підвищить ступінь довіри інвесторів до ринку та його учасників, але через 4 роки можна констатувати, скоріше, руйнування довіри, значне скорочення всіх параметрів ринку капіталу, кола його учасників та інструментарію, незважаючи на зростання бюджету та апетитів самого регулятора до розширення повноважень.

Під час «очищення» ринку значно зросла активність правозастосування НКЦПФР, насамперед, за маніпулювання на фондовому ринку: лише у 2015 р. кількість порушених регулятором справ сягнула 111, що схоже на світовий рекорд і є на порядки більшим за показники 2012–2014 рр. Попри ці порушені НКЦПФР справи, відповідні кримінальні провадження мали епізодичний характер, а санкції, накладені НКЦПФР, активно оскаржувались у судовому порядку. Агреговану статистику такого оскарження НКЦПФР принципово не розкриває, але з найрезонансніших випадків відо-

¹ Кілька яскравих прикладів публічної риторики регулятора: «в Україні по формі є фондовий ринок, але по суті його не існує» (2015); «останні 20 років регулятор нічого не регулював... сьогодні наш фондовий ринок – це ринок маніпуляцій» (2015); «в Україні фондового ринку немає через те, що всі процеси на ньому «сірі» (2017), «український фондовий ринок залишатиметься бідною схематозною лакуною серед багатих та ефективних ринків розвинених країн-сусідів» (2019), «інвестиція в пральну машину сьогодні принесе людям більшу вигоду, ніж НПФ» (2019).

мо, що результати судового провадження далеко не завжди склалися на користь регулятора.

Практика судових проваджень за участі НКЦПФР щодо зловживань на ринку свідчить про їх складність, специфічний характер, недостатність визначеності та суперечливість тлумачення значного кола питань, суб'єктивність при прийнятті рішень щодо правопорушення, недоліки у експертному та методичному забезпеченні.

Справи щодо маніпулювання порушувалися в Україні і до 2015 р., але вони позитивно сприймалися на ринку, оскільки такі випадки були відомі широкому загалу та достатньо зрозумілими. З 2015 р. накладення санкцій за маніпулювання часто було незрозумілим для ринку, не вбачалося обґрунтованим, тому дії НКЦПФР викликали спочатку подив, а згодом і спротив (правовий та інформаційний).

Суто каральний підхід НКЦПФР до регулювання штучно обмежує ринкову ліквідність: через незрозумілість підходів і критеріїв щодо виявлення правопорушень, інвестори та фінансові посередники готові відмовлятися від торговельної активності на організованому (біржовому) ринку. Формальне та вибіркоче правозастосування призводить до підміни понять та необ'єктивного покарання суб'єктів ринку.

Нинішній стан нормативного регулювання та його перспективи в інтерпретації НКЦПФР не забезпечують сталого розвитку фондового ринку та адекватності векторам євроінтеграції України. Стан розвитку ринку капіталу в Україні та законодавча доктрина не дозволяє дослівну імплементацію Євродирективи щодо зловживань на ринку, а потребує її конвергенції. Наявні в Україні заборонні норми на ринку капіталу потребують кардинальних змін в напрямі ліквідації правової невизначеності.

Зазначені проблеми, а також необхідність імплементації європейської правової основи зумовили проведення дослідження правових та економічних аспектів природи зловживання ринком і протидії таким правопорушенням.

МЕТОДОЛОГІЧНИЙ КОМЕНТАР

З огляду на предмет цього дослідження, наведено поняття, які характеризують ринок та зловживання на ньому (насамперед, маніпулювання), оскільки термінологія, що міститься в національному та міжнародному законодавствах і науковій літературі внаслідок різних причин має певну еволюцію та відмінності.

1. Чинне законодавство України² містить таке визначення: «фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)».

У чинному законодавстві поняття «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів» ототожнюються і вживаються паралельно, зокрема, в назвах двох основних законодавчих актів, що регулюють цей ринок³ (при цьому термін «ринок цінних паперів» вважається дещо застарілим, а термін «фондовий ринок» є більш поширеним у чинному законодавстві та нормативно правових актах його регулятора (НКЦПФР).

Водночас наявна термінологія, по-перше, не повною мірою відповідає загальноновживаним англійським варіантам, а по-друге, недостатньо враховує наявність на ринку не тільки цінних паперів, але й похідних (деривативів).

У національному законодавстві у цілому цінні папери та деривативи об'єднуються терміном «фінансові інструменти».

Англійська назва регулятора фондового ринку (The National Securities and Stock Market Commission) містить термін «Stock Market» як еквівалент поняття «фондовий ринок», хоча в міжнародній практиці «Stock Market» переважно визначається як ринок

² Стаття 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

³ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV; Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.

акцій (також наявні англомовні варіанти «Equity Market», «Share Market»), а не всіх цінних паперів. Більш прийнятними є англомовні терміни «Capital Market» (*ринок капіталів*) або «Securities Market» (*ринок цінних паперів*).

У міжнародній практиці «Capital Market» («Securities Market») характеризує правовідносини з випуску та обігу цінних паперів, але не включає ринок деривативів. *Ринок капіталів* (вживаються також рівнозначні варіанти «ринок капіталу», «ринки капіталу») є складовою поняття «фінансові ринки» (Financial Markets) разом з грошовим (Money Market), валютним (Forex Market), товарним (Commodity Market), ринком деривативів (Derivatives Market), криптовалют (Cryptocurrency market) тощо.

Термінологія євродирективи MiFID II⁴, вимоги якої підлягають імплементації до законодавства України, містить термін «фінансові ринки» (Financial Markets) та «ринки фінансових інструментів» (The Markets in Financial Instruments). При цьому MiFID II має численні винятки із сфери дії (статті 2 та 3) та регулює операції (інвестиційну діяльність та інвестиційні послуги) далеко не у всіх сегментах фінансових ринків, не щодо всіх видів фінансових інструментів, за участі не всіх учасників ринків.

Численні ж законопроекти, ініційовані в Україні останніми роками⁵, пропонують скоригувати термінологію: зокрема, впровадити специфічний подвійний термін «ринки капіталу (*ринки фінансових інструментів*)», які об'єднують «фондовий ринок (*ринок цінних паперів*)» («Securities Market») та «ринок деривативів» (Derivatives Market).

Навіть у проектах законодавчих актів, спрямованих на імплементацію євродиректив, термінологія щодо назв ринків залишається суперечливою. Більш прийнятною класифікацією могло б стати застосування понять «ринки фінансових інструментів» (The Markets in Financial Instruments), які поділяються на «ринок

⁴ Директива ЄС № 2014/65/ЄС від 15.05.2014 р. про ринки фінансових інструментів.

⁵ Проекти Законів України від 20.11.2015 р. № 3498. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=57159, від 01.09.2017 р. № 7055. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62443, від 03.09.2018 р. № 9035. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=64532.

цінних паперів)» («Securities Market») та «ринок деривативів» (Derivatives Market).

Незважаючи на термінологічні складнощі, чинне національне законодавство вміщує в поняття «фондовий ринок» правовідносини щодо всіх видів фінансових інструментів (цінних паперів і деривативів), тому фактично відповідає підходам європейського законодавства до універсального регулювання ринків фінансових інструментів.

З огляду на українську правову практику, далі у контексті сучасного стану розвитку ринку, регулювання процесів випуску та обігу цінних паперів застосовуватиметься, насамперед, поняття «фондовий ринок» або його еквівалент «ринок цінних паперів».

2. У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» виокремлюється *регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок* (в Україні може функціонувати виключно у формі фондової біржі). Також правочини щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів можуть укладатися поза фондовими біржами (на позабіржовому ринку). Біржовий та позабіржовий сегменти існують і на інших ринках, наприклад, товарні біржі, діяльність яких регулюється Законом України «Про товарну біржу», та інші електронні майданчики, які організовують торги (аукціони), відповідно до вимог законодавства чи державного органу – ініціатора таких торгів.

На відміну від позабіржових правочинів, до регульованого (організаційно оформленого, біржового) ринку в Україні застосовуються жорсткі вимоги щодо доступу та інструментарію торгів, гарантій розрахунків та, найголовніше, ціноутворення, оскільки ціни, сформовані за результатами торгів (аукціонів) на такому ринку, розглядаються як ринкові, конкурентні та справедливі.

У MiFID II *регульований ринок* – найбільш значущий, але не єдиний можливий варіант організаційного оформлення ринку. Згідно з MiFID II, правочини з фінансовими інструментами можуть укладатися на торговельних майданчиках 3 видів: 1) регульованому ринку (Regulated Market, діяльністю управляє «оператор ринку», який сам може бути регульованим ринком, фактично, «оператори ринку» – це біржі чи їхні власники, біржові оператори); 2) багатосторонньому торговельному майданчику (Multilateral trading

facility, MTF, діяльністю управляє «оператор ринку» чи «інвестиційна фірма», тобто торговець цінними паперами; на відміну від регульованого ринку, не контролює відповідність фінансових інструментів вимогам допуску до торгівлі); 3) організованому торговельному майданчику (Organised trading facility, OTF, на відміну від інших майданчиків, має мінімальні вимоги доступу до торгів та обмеження щодо інструментарію: боргові інструменти, структуровані фінансові продукти, квоти на викиди, деривативи). Залишається можливість укладення угод і на позабіржовому ринку (Over the Counter, OTC).

Вимоги щодо допуску до торгів фінансових інструментів визначаються тільки для регульованих ринків, інші торговельні майданчики впроваджують в обіг фінансові інструменти, вже допущені до торгів на регульованих ринках або не допущені до таких торгів.

Відповідно до української правової практики, далі в контексті питань, пов'язаних із біржовим обігом цінних паперів та інших фінансових інструментів, застосовуватиметься поняття «біржовий ринок» або «регульований ринок».

3. У Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» міститься поняття «маніпулювання на фондовому ринку» («маніпулювання цінами на фондовому ринку»). Аналогічний термін («маніпулювання на фондовому ринку») містять Кримінальний кодекс України та нормативно-правові акти НКЦПФР.

Директива про зловживання на ринку⁶ як окремого виду зловживання містить термін «Market manipulation», що в українській науковій практиці перекладається як «ринкові маніпуляції» або «маніпулювання ринком».

Слід зазначити, що вимоги Директиви про зловживання на ринку застосовуються до фінансових інструментів, які торгуються на всіх видах торговельних майданчиків (регульований ринок, MTF, OTF), але мають певні винятки (стаття 2) та не належать до OTC.

У контексті наявної української правової практики протидії зловживанням на ринку застосовуватиметься поняття «маніпулювання на фондовому ринку», в контексті міжнародної правової практики – також еквівалентне поняття «маніпулювання ринком» (або просто «маніпулювання»).

⁶ Директива 2014/57/EU від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку.

ГЛОСАРІЙ

Державні органи, регулятори ринків, міжнародні організації:

ВР – Верховна Рада України

Держстат – Державна служба статистики України

МЕРТ – Міністерство економічного розвитку і торгівлі України

МФУ – Мінфін, Міністерство фінансів України

Нацкомфінпослуг – Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг

НБУ – Національний банк України

НКЦПФР – Комісія, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку

ФГВФО – Фонд гарантування вкладів фізичних осіб

ФДМУ – Фонд державного майна України

EBRD – European Bank for Reconstruction and Development,

ЄБРР, Європейський банк реконструкції та розвитку

ECB – European Central Bank, ЄЦБ, Європейський центральний банк

ESMA – European Securities and Markets Authority,

Європейське управління з цінних паперів та ринків

FSA – United Kingdom Financial Service Authority,

Управління фінансових служб Великобританії

IMF – International Monetary Fund, МВФ, Міжнародний валютний фонд

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development, ОЕСР, Організація економічного співробітництва та розвитку

SEC – U.S. Securities and Exchange Commission, Комісія з цінних паперів та бірж США

United Nations – ООН, Організація Об'єднаних Націй

World Bank – Світовий банк

WFE – World Federation of Exchanges, Світова федерація бірж

Категорії учасників ринку:

АТ – акціонерне товариство

ДУ – депозитарна установа

ІСІ – інститут спільного інвестування

КУА – компанія з управління активами

НПФ – недержавний пенсійний фонд

ПАТ – публічне акціонерне товариство

ПрАТ – приватне акціонерне товариство

СРО – саморегулівна організація

ТЦП – торговець цінними паперами

ЦД – центральний депозитарій

Види фінансових інструментів:

ОВДП – облігації внутрішньої державної позики України

ЦП – цінні папери

Окремі учасники ринку:

АУФТ – СРО «Українські Фондові Торговці»

НДУ – АТ «Національний депозитарій України»

ПФТС – АТ «Фондова біржа ПФТС»

РЦ – АТ «Розрахунковий центр»

УАІБ – СРО «Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу»

УБ – АТ «Українська біржа»

ФБП – ФБ «Перспектива», ПрАТ «Фондова біржа

«Перспектива»

Кодекси, закони, інші документи:

ЗУ – Закон України

ККУ – Кримінальний кодекс України

КПК – Кримінальний процесуальний кодекс України

КУпАП – Кодекс України про адміністративні

правопорушення

ПКУ – Податковий кодекс України

MAD I – Директива 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28.01.2003 р. про використання інсайдерської інформації та маніпулювання ринком
 MAD II – Директива ЄС № 2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку
 MAR – Регламент Європейського Парламенту та Ради № 596/2014 від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку
 MiFID II – Директива ЄС № 2014/65/ЄС від 15.05.2014 р. про ринки фінансових інструментів

Інше:

DvP – Delivery versus Payment («поставка проти платежу»), основна модель розрахунків щодо цінних паперів
 free-float – частка цінних паперів у вільному (публічному) обігу, яка не належить інсайдерам
 IPO – Initial Public Offering (первинне публічне розміщення)
 M&A – Mergers&Acquisition (злиття та поглинання)
 SPO – Secondary Public Offering (вторинне публічне розміщення)
 ВВП – валовий внутрішній продукт
 ЗМІ – засоби масової інформації
 МСФЗ – міжнародні стандарти фінансової звітності

Г Л А В А 1

ЗЛОВЖИВАННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ: СУТНІСТЬ, ПРОЯВИ, ІНСТРУМЕНТАРІЙ ПРОТИДІЇ

На фондових ринках існує ризик унікальних (тобто непритаманних іншим ринкам) зловживань. У загальному вигляді зловживання на фондовому ринку класифікують таким чином:

- маніпулювання ринковими цінами;
- незаконне використання інсайдерської інформації;
- крадіжка коштів або цінних паперів клієнта;
- несправедливе ставлення брокерів до клієнтів;
- викривлення або ненадання фактів, що стосуються цінних паперів тощо.

Основні з них, які законодавчо виокремлюються у багатьох країнах з розвиненими фондовими ринками та вважаються найтяжчими, стосуються маніпуляцій з цінами та використанням інсайдерської інформації¹.

Чому ж саме за ці правопорушення в законодавстві передбачено найсуворішу (насамперед кримінальну) відповідальність?

¹ Інсайдерські угоди та угоди, що мають ознаки маніпулювання цінами на ринку, переслідують одні й ті самі цілі: отримання матеріальної вигоди або іншої вигоди з використанням незаконних способів, тому регулювання цих питань (виявлення недобросовісних угод і встановлення покарання за них) здійснюється аналогічними методами та розглядається в одному пакеті законодавчих актів. Такий підхід наочно демонструє законодавство ЄС, де впроваджуються комплексні механізми нагляду та контролю саме за регульованим (тобто біржовим) ринком і прийняті спеціальні Директива та Регламент щодо зловживань на ринку (Детальніше див.: Худякова Л. С. Международный опыт борьбы с манипулятивными сделками на финансовых рынках. *Деньги и кредит*. 2011. № 7. С. 65).

Маніпулювання та інсайдерська торгівля притаманні ви-
нятково регульованому (біржовому) ринку, найбільш значущою
функцією якого є формування об'єктивних цінових орієнтирів для
прийняття інвестиційних рішень та достовірної оцінки вартості
активів. Саме на якість виконання цінової функції біржового ринку
здатні негативно вплинути злочинні дії, пов'язані з маніпулюван-
ням та незаконним використанням інсайдерської інформації. Тож
сувора відповідальність за ці правопорушення є законодавчим ві-
дображенням визначної ролі біржового ціноутворення.

Конкурентна біржова торгівля забезпечує напевне єдиний
спосіб досягнення справедливого (ринкового) ціноутворення та
мінімізації інформаційної асиметрії, але це значною мірою зале-
жить від стану законодавчого забезпечення, регулювання та рівня
розвитку фондового ринку.

Відповідне міжнародним підходам законодавство, які
містить дієві заборонювальні норми, а також якісне та передба-
чуване регулювання фондового ринку є найбільш вагомою пере-
думовою протидії зловживанням.

В той самий час варто відзначити, що чим розвиненішим
є фондовий ринок², тим вищою є ліквідність та об'єктивність ці-
ноутворення, ефективнішою – інфраструктура, відповідно якісні-
шим – захист інтересів інвесторів від зловживань. Суб'єкти ж ін-
ституційно та функціонально незрілих фондових ринків (до яких
належить і вітчизняний) внаслідок чинників як принципового ха-
рактеру (розбалансованість інтересів емітентів та інвесторів до
ефективного та конкурентного залучення й розміщення капіталу),
так і супутнього (недостатні розмір, ліквідність, регульованість,

² Міжнародні експерти оцінюють ступінь розвитку ринку на основі низки
якісних критеріїв, об'єднаних у наступні класифікаційні групи: FTSE Russell: ВВП/
населення, кредитоспроможність країни, ринкове та регуляторне середовище,
депозитарна система та розрахунки, умови торгівлі, розвиток ринку деривативів
(Див.: FTSE Equity Country Classification Process. March 2019. URL: https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Equity_Country_Classification_Paper.pdf); MSCI Inc.:
відкритість для іноземної власності, легкість притоку/відтоку капіталу, ефектив-
ність операційної структури, конкурентне середовище, стабільність інституційної
структури (Див.: MSCI Global Market Accessibility Review. June 2018. URL: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2018_%28FINAL%29.pdf/04dd3b70-487a-8395-912c-89a202b5b4fa).

прозорість), значно менше захищені від негативного впливу злов-
живань на ринку.

Такі об'єктивні чинники стану розвитку фондового ринку ма-
ють урахуватися в контексті правового, експертного та регулятор-
ного забезпечення протидії зловживанням. Зокрема, встановлені
національним законодавством положення щодо критеріїв для вияв-
лення зловживань та навпаки ознак прийнятної торгової практики,
а також порядку правозастосування та відповідальності мають від-
повідати наявним умовам функціонування фондового ринку.

§ 1. Інформаційна асиметрія і зловживання на фондовому ринку

1.1.1. Інформаційна асиметрія як передумова виникнення зловживань на фондовому ринку

За Р. Коузом, ринки є інститутами, призначенням яких є зни-
ження трансакційних витрат³. Проте численні «провали» (збої)
ринку (market failures), недосконалості ринку (market imperfection)⁴
свідчать, що вагомою перешкодою (обмеженням) оптимального та
ефективного розподілу ресурсів є не лише трансакційні витрати,
але й витрати, зумовлені інформаційною асиметрією та невизна-
ченостями щодо майбутніх подій.

Основа поведінки економічного агента в рамках стандартної
неокласичної теорії – раціональний вибір, спрямований на мак-
симізацію індивідуальної корисності в рамках заданих обмежень⁵.
Водночас раціональні дії економічних суб'єктів базуються на рів-

³ Дементьев В. В. Институты, поведение, власть. Донецк: ГВУЗ «ДонНТУ»,
2012. С. 11.

⁴ Словарь современной экономической теории Макмиллана / пер. с англ.
А. Г. Пивоварова под научн. ред. В. С. Автономова. Москва: ИНФРА-М, 1997. С. 311.

⁵ Дементьев В. В. Институты, поведение, власть. Донецк: ГВУЗ «ДонНТУ»,
2012. С. 19.

номірно розподіленій між ними інформації. Однак рівномірність розподілу інформації між економічними суб'єктами недосяжна в принципі – завжди хтось знатиме більше, ніж інший, оскільки деякі економічні суб'єкти не бажають, щоб інші знали про реальний стан їхніх справ або не хочуть ділитися інформацією, аби не завдати собі шкоди. Економічні суб'єкти через певні обставини не можуть передати інформацію іншим, оскільки процес передачі інформації може бути пов'язаний з додатковими витратами та вимагати додаткового часу. Досить часто одержання інформації супроводжується значними витратами, тому економічні суб'єкти свідомо йдуть на обмеження власної поінформованості. Тобто раціональний вибір – це лише ідеальна модель і на практиці вона не спрацьовує, оскільки раціональні дії суб'єктів і рівномірність розподілу інформації між ними по суті є абстракціями і в реальному житті реалізуються лише частково. Нездатність повної раціоналізації поведінки економічних суб'єктів пов'язана також з людською психологією та наявністю різного роду очікувань⁶, що багато в чому мають індивідуальний характер, а не універсальну природу.

Інформаційна асиметрія – ситуація, коли одна група економічних суб'єктів володіє необхідною інформацією, а інша – ні⁷. Існування інформаційної асиметрії пов'язане з властивостями інформації як такої, а також особливостями її сприйняття та поведінкою одних економічних суб'єктів щодо інших. В економічній системі сигнали надходять до її суб'єктів з певним часовим лагом, тому останнім доводиться діяти в умовах перманентної невизначеності. Незважаючи на стрімкий розвиток інформаційних технологій і прискорення доступу до інформації, а також зростання її обсягів, проблема інформаційної асиметрії не зникає, а навпаки поглиблюється. В умовах глобалізації, багатоманітності потреб суспільства у фінансових послугах, динамізму цих потреб і технічних рішень щодо їхнього забезпечення, стрімкого розвитку фінансових інновацій та інформаційних технологій проблема інформа-

⁶ Блауг М. Економічна теорія в ретроспективі / пер. з англ. І. Дзюб. Київ: Вид-во Соломії Павличко «Основи». 2001. С. 570, 620–622.

⁷ Большой экономический словарь / Под ред. А. И. Азрилияна. 2-е изд., доп. и перераб. Москва: Ин-т новой экономики, 1997. С. 33.

ційної асиметрії перетворюється на одну з ключових економічних проблем.

На фондовому ринку об'єктивний характер інформаційної асиметрії пов'язаний з конфліктом між власниками заощаджень та інвесторами, а суб'єктивний – з низькою ефективністю моделей управління активами, що застосовуються на рівні окремих фінансових інститутів, слабким рівнем нагляду за діяльністю інституційних інвесторів, відсутністю комплексного підходу до оцінки якості цієї діяльності, що може провокувати серед іншого і поширення зловживань.

У контексті з'ясування передумов виникнення та поширення маніпулятивних практик на фондових ринках актуальним і важливим є з'ясування специфіки та наслідків інформаційної асиметрії, а також пошук методів її мінімізації.

Джерелом інформаційної асиметрії є невизначеність (uncertainty) як недостатність відомостей про умови, в яких здійснюватиметься економічна діяльність, низький ступінь передбачуваності цих умов⁸. Економічний суб'єкт у процесі діяльності контактує з різними видами невизначеності: зовнішньою, кон'юнктурною, інституціональною, часовою, ресурсною, суспільно-політичною тощо. Всі види невизначеностей тісно пов'язані між собою, і на практиці не завжди можна відмежувати одну від іншої, що значно ускладнює процес прийняття рішень на всіх рівнях економічної системи⁹.

Наявність інформаційної асиметрії може створювати стимули для отримання різного роду переваг – як економічних, так і неекономічних (політичних, культурних, ідеологічних тощо). При цьому ці переваги можуть приймати різні форми – від цінової дискримінації та сегментування споживачів до маніпулювання суспільно-політичними орієнтирами¹⁰.

⁸ Словарь современной экономической теории Макмиллана / пер. с англ. А. Г. Пивоварова под научн. ред. В. С. Автономова. Москва: ИНФРА-М, 1997. С. 505.

⁹ Большой экономический словарь / Под ред. А. И. Азрилияна. 2-е изд., доп. и перераб. М.: Ин-т новой экономики, 1997. С. 33.

¹⁰ Лебедева Ю. Н. Теоретические подходы к классификации асимметрии информации как экономического феномена. *Вестник Волгоградского государственного университета. Сер. 3. Экономика. Экология*. 2011. № 1 (18). С. 25–30.

У сфері фінансових ринків інформаційна асиметрія проявляється в тому, що якщо певні суб'єкти володіють більшим обсягом інформації про реальну вартість фінансових активів чи інвестиційні можливості, ніж інші учасники ринку, то це створює передумови для невірної оцінки ринком вартості фінансового активу та надає можливості більш інформованим учасникам отримати від цього певні переваги¹¹.

З інституалізацією інформаційної економіки, переходу від ієрархічних до мережових структур, інформаційна асиметрія перетворюється на одну з основних проблем, яка не лише призводить до додаткових втрат суб'єктів економічної діяльності, але й слугує базовим фактором неефективності ринкового механізму в цілому. Існування інформаційної асиметрії становить серйозну загрозу ринковому механізму на всіх рівнях – від відносин між окремими економічними агентами до колапсу окремих ринків і неефективності економічної системи в цілому, оскільки підриває засади конкуренції¹².

Наслідком інформаційної асиметрії є спотворення відносин, що може спричинити виникнення протиріч, порушення контрактних відносин і прояви так званої опортуністичної поведінки, спрямованої на досягнення власних інтересів, як правило всупереч інтересам інших¹³. За умови існування інформаційної асиметрії опортуністична поведінка стає не лише теоретично можливою, але й перетворюється на реальну складову економічних відносин. Додатковими умовами, що сприяють виникненню опортуністичної поведінки, є обмеження ресурсів, ступінь конкуренції, рівень ризику та схильність до ризику, величина можливих втрат і обсяг вигід

¹¹ Schmid L., Klein T. Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review. *The Financial Review*. 2003. Vol. 37. Issue 3. P. 317–349.

¹² Ермошенко М. М. Нова парадигма економічної науки в контексті розвитку в умовах України інформаційної економіки. *Актуальні проблеми економіки*. 2009. № 1 (91). С. 14–20.

¹³ Большой экономический словарь / Под ред. А. И. Азрилияна. 2-е изд., доп. и перераб. М.: Ин-т новой экономики, 1997. С. 404.

від опортуністичної поведінки, стимули до виконання контракту та рівень відповідальності за порушення умов контракту¹⁴.

Опортуністична поведінка призводить до цілого ряду негативних наслідків, частка яких являє собою витрати від опортуністичної поведінки, витрати на запобігання опортуністичній поведінці, на контроль за поведінкою економічних суб'єктів і витрати на зниження рівня інформаційної асиметрії.

З точки зору теорії контрактів¹⁵ негативні наслідки опортуністичної поведінки поділяють на два типи:

1) передконтрактні (виникають на стадії укладання економічної угоди, базуються на нерівності інформації різних сторін контракту щодо характеристик його об'єкта, існує асиметрія інформації, що має назву «приховані характеристики» (hidden characteristics), яка може спричинити несприятливий відбір (adverse selection));

2) постконтрактні (виникають після укладання контракту і пов'язані з порушеннями умов контракту однією стороною для власної вигоди у збиток іншій стороні, в т.ч. приховані дії (hidden action), прихована інформація (hidden information), приховані наміри (hidden intentions) партнера по угоді, які призводять до морального ризику (moral hazard)¹⁶ тієї сторони, яка володіє інформацією).¹⁷

Виокремлюють такі форми прояву опортуністичної поведінки:

– грубий опортунізм, за якого відбувається навмисне, усвідомлене порушення умов контракту для досягнення своїх інтересів;

¹⁴ Григорьева Н. С. Формы проявления оппортунистического поведения. *Современные исследования социальных проблем*. 2015. №3 (47); Меркулова Е. П. Условия возникновения оппортунистического поведения при заключении и исполнении контракта. *Сибирский юридический вестник*. 2000. № 1. С. 24–28.

¹⁵ Измалков С., Сонин К. Основы теории контрактов. *Вопросы экономики*. 2017. № 1. С. 6–8.

¹⁶ Словарь современной экономической теории Макмиллана / пер. с англ. А. Г. Пивоварова под научн. ред. В. С. Автономова. Москва: ИНФРА-М, 1997. С. 339.

¹⁷ Одицова М. И. Институциональная экономика: учеб. пособие. Москва: ГУ-ВШЭ, 2007. 386 с.

– стратегічний опортунізм – проявляється в асиметричному розподілі інформації, що дозволяє приховати частину дій однієї сторони від іншої;

– природний опортунізм – відступ від умов раніше укладеного контракту внаслідок зміни обставин¹⁸.

Дж. Акерлоф висловив припущення, що проблема інформаційної асиметрії може мати два способи розв'язання – гарантії та репутація. При цьому реалізувати гарантії можна лише через суд, а гарна репутація можлива лише у відкритому суспільстві (в такому суспільстві кожен громадянин має вільний доступ до інформації про всі компанії та продавців)¹⁹. Саме це припущення у подальшому стало основою численних наукових розробок з питань можливостей економічних інститутів згладжувати наслідки інформаційної асиметрії.

Основу методів боротьби з інформаційною асиметрією становить «теорія ринкових сигналів» М. Спенса²⁰. Свій розвиток ця теорія отримала у працях Дж. Стігліца та М. Ротшильда, які описали механізм «зворотної ринкової адаптації». Сутність останнього полягає в тому, що недостатньо інформовані учасники ринку отримують інформацію від більш інформованих учасників, що може слугувати альтернативою або використовуватися разом з ринковими сигналами М. Спенса. Це, зокрема, цінова дискримінація, яка в різних формах також може досить ефективно протидіяти інформаційній асиметрії та її ефектам. Встановлення різних цін на послугу для різних споживачів дозволяє знизити рівень моральних ризиків і протидіятиме несприятливому відбору.

Ефективна боротьба з інформаційною асиметрією неможлива (або принаймні значно ускладнюється) без державного регу-

¹⁸ Григорьева Н. С. Формы проявления оппортунистического поведения. *Современные исследования социальных проблем*. 2015. №3 (47). С. 302–310.

¹⁹ Akerlof G., Shiller R. Animal Spirits, How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism. Princeton: Princeton University Press, 2009. 248 p.; Akerlof G. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. 1970. № 84. P. 485–500.

²⁰ Spence M. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*. 1973. Vol. 87. P. 355–374; Spence M. Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Processes. Cambridge, Harvard University Press, 1974. 224 p.

лювання: активна участь держави в певних аспектах економічної діяльності є важливим елементом системи протидії інформаційній асиметрії, її зниженню. Це, зокрема, державний контроль за якістю товарів і послуг, створення спеціальних державних служб, інспекцій, бюро з контролю за якістю в різних сферах економічної діяльності. Використання цих та інших методів державного регулювання створює передумови для зниження інформаційної асиметрії²¹. Дж. Акерлоф зазначає, що в цілому інформаційна асиметрія в розвинених країнах дещо менша за країни, що розвиваються, оскільки в розвинених країнах налагоджений ефективний державний і публічний контроль²².

Що стосується фондових ринків, які є одними з найрегульованіших складових економічної системи, то ефективного механізму протидії інформаційній асиметрії на сьогодні не існує; практично єдиним чинником її мінімізації може виступати біржова торгівля на розвиненому ринку.

1.1.2. Зниження інформаційної асиметрії на фондовому ринку: інституційна складова

Оскільки фондовий ринок асоціюється насамперед із фондовою біржею, інституційною основою зниження інформаційної асиметрії є біржова діяльність – сфера, де інформація абсорбується максимально швидко, генеруючи сигнали в режимі реального часу. Інформація з бірж важлива не тільки через свою швидкість, але і через те, що вона значною мірою пов'язана з їхньою оцінкою поточного та перспективного стану економіки або її окремих елементів²³.

²¹ Dealing with Imperfect Information. URL: <http://www.econport.org/content/handbook/Imperfect-Information/dealing.html>

²² Akerlof G. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. 1970. № 84. P. 485–500.

²³ Пластун А. Л. Научно-методические подходы к распознаванию «биржевых пузырей». *Модели, системы, сети в экономике, технике, природе и обществе*. 2014. № 1 (9). С. 45–48.

Фондова біржа – системоформуючий елемент фондового ринку²⁴, саме тут забезпечується концентрація попиту та пропозиції фінансових інструментів, їхня збалансованість на основі біржового ціноутворення, що реально відображає рівень ризиків. У контексті протидії інформаційній асиметрії²⁵ особливо важливими є інформаційна та ціннісна функції біржі. Якщо перша спрямована на передачу у засоби масової інформації різного роду біржових даних (цін, ринкової кон'юнктури, прогнозів тощо), то друга полягає у визначенні реальної вартості товару. Істинність ціни досягається за рахунок того, що укладається значна кількість угод, що унеможливорює маніпуляції з ціною та наближає її значення до реальної вартості.

З позиції ціноутворення на фінансові активи, ключовою є та частина біржової інформації, що генерується у процесі біржових торгів: ціни та котирування біржових активів, результати торгів, обсяг і структура торгів, дані з торгової активності, інформація про ліквідність біржових інструментів, а також агреговані дані у вигляді біржових індексів.

Інформація, яку генерують біржі, дає можливість оцінити міру інтересу економічних суб'єктів до певного біржового активу. Основною інформацією з бірж є ціни на певні активи та динаміка їхньої зміни. Розвиток інформаційних технологій і систем електронних торгів дозволив дійти такого рівня, за якого ціни можна отримувати в режимі реального часу. Ключовими цінними параметрами результатів торгів протягом певного періоду часу є: максимальна ціна (найвище значення ціни протягом періоду), мінімальна ціна (найнижче значення ціни протягом періоду), ціна відкриття (ціна першої угоди протягом певного періоду), ціна закриття (ціна останньої угоди протягом певного періоду).

Таким чином, визначення біржової ціни в результаті біржових торгів можна вважати головною функцією бірж з позиції

²⁴ Imperfect Information Example. URL: <http://www.econport.org/content/handbook/Market-Failure/Imperfect-Information/Imperfect-information-exp.html>; Pinydek R., Rubinfeld D. Microeconomics: 7 ed. Prentice Hall, 2008. 768 p.

²⁵ Hubbard R. Money, the Financial System, and the Economy. New York: Mc Graw-Hill Inc, 2002. 800 p.

мінімізації негативного впливу інформаційної асиметрії на об'єктивність ціноутворення на фінансові інструменти.

Об'єктивність біржових цін є своєрідним орієнтиром, що розширює можливості економічних суб'єктів як для прогнозування та планування, так і для управління ризиками завдяки використанню біржової інформації. Управління ризиками – це окрема можливість, доступна завдяки біржовій діяльності. Використання різного роду біржових інструментів надає широкі можливості для хеджування – захисту від несприятливих коливань ціни на активи шляхом відкриття протилежних позицій за рахунок використання похідних фінансових інструментів (ф'ючерсів, опціонів, форвардів, свопів тощо).

Окремою функцією фондових бірж, що досить неоднозначно сприймається, є спекулятивна. Йдеться про діяльність, спрямовану на отримання прибутку від різниці цін купівлі та продажу певного біржового активу. З одного боку, діяльність спекулянтів вносить елемент системної нестабільності в біржову діяльність, а з іншого, саме спекулянти багато в чому забезпечують ліквідність на біржі та перерозподіл ризиків між учасниками біржових торгів.

Аналіз динаміки цін на окремі біржові інструменти дає лише обмежене уявлення щодо стану ринку в цілому, оскільки рухи в цінах конкретних фінансових активів можуть бути викликані не загальноекономічними причинами, а суто причинами мікрорівня – як-то зміни в компанії, публікація її фінансових результатів.

1.1.3. Цінові коливання на фондових ринках: можливості та обмеження сучасного інструментарію оцінки

Численні наукові теорії та моделі, що пояснюють поведінку цін на фінансові активи та негативний вплив інформаційної асиметрії на об'єктивність ціноутворення на фінансові інструменти, базуються, насамперед, на умовах функціонування розвинених фондових ринків.

Базовими теоріями, що розглядають особливості функціонування фінансових ринків, є гіпотеза ефективного ринку та гіпотеза

фрактального ринку. Перша заснована на лінійній парадигмі та передбачає лінійний пропорційний причинно-наслідковий зв'язок між економічними явищами. Друга, як альтернатива, спирається на хаотичність і нелінійність функціонування економіки, тобто результатом певного явища може бути і надзвичайно сильна, несподівана реакція. Основним призначенням (сферою застосування) цих гіпотез є формалізація механізму, за яким відбувається визначення ціни фінансового інструменту.

Засновником гіпотези ефективного ринку (ГЕР) був Луї Башельє, а остаточно її сформулював Юджин Фама у 1960-х²⁶. Згідно з нею, ефективним вважається ринок, ціна на якому відображає весь масив інформації стосовно цього фінансового активу. При виборі об'єкта для інвестування інвестор за допомогою загальноприйнятих критеріїв оцінки ризику й доходності намагається визначити справедливую ціну фінансового інструменту. Результат такої оцінки та її правильність залежить від повноти та достовірності інформації про об'єкт інвестування та всі чинники, що впливають на об'єкт, яким володіє інвестор. Ціна на цінний папір формується під дією попиту та пропозиції. Тому якщо за результатами аналізу наявної інформації справедлива ціна цінного паперу буде більшою за ринкову, то попит і ціна на нього збільшаться. Якщо фінансовий інструмент переоцінений, то попит і ціна на цей актив зменшаться. Отже, в результаті раціональної поведінки учасників ринку ринкова ціна активу наближається до справедливої вартості.

При правильному визначенні ринком справжньої ціни цінних паперів і, відповідно, ситуації, коли ринкова ціна цінного паперу дорівнює його справжній вартості, такий ринок є інформаційно ефективним. Факторами, що визначають ефективність ринку, є швидкість та правильність реакції ціни на нову інформацію. Таким чином, доходність цінних паперів на інформаційно ефективному ринку повністю відобразатиме і ступінь ризику.

Інформаційно ефективним ринок є за таких умов:

²⁶ Fama Eugene F. Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*. 1965. Sept./Oct.; Fama E. The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*. 1965. Vol. 38, № 1. P. 34–105.

- загальнодоступність інформації;
- безкоштовність інформації;
- відсутність впливу виконання операцій на ціну активу;
- відсутність перепон для здійснення операції у вигляді податків, комісійних винагород тощо;
- раціональні дії інвесторів.

Необхідними передумовами функціонування інформаційно ефективного ринку є:

- велика кількість покупців і продавців;
- відображення у поточних ринкових цінах усієї інформації про актив;
- вільний доступ до інформації;
- неможливість надприбутків через відсутність інформаційної асиметрії учасників ринку.

Проте багато науковців не поділяють погляду про те, що справедлива вартість цінного активу є необхідною умовою нормального функціонування ринку. Навпаки, наголошується, що волатильність ринку, його нелінійність є його ключовою особливістю.

Так, П. Самуельсон зазначав, що на інформаційно ефективному ринку зміни цін повинні бути непередбачуваними, якщо вони повною мірою враховують інформацію та очікування всіх учасників ринку²⁷. Е. Ло наголошує, що чим більш ефективним є ринок, тим більш випадковими є зміни цін, породжені таким ринком. Відповідно, найефективнішим ринком є такий, на якому зміна цін є абсолютно випадковою і непередбачуваною. Це є прямим результатом того, що багато активних учасників ринку намагаються отримати вигоду зі своєї інформації. Керуючись можливостями отримання прибутку, інвестори намагаються використати навіть найменші інформаційні переваги. Таким чином, вони включають свою інформацію в ринкові ціни і швидко усувають можливості отримання прибутку, оскільки ціна вже врахувала ці фактори. Якщо це відбувається миттєво (як має бути в ідеальному світі, де на ринках відсутні часові лаги і торгові витрати), то ціни повинні завжди повністю відобразити всю доступну інформацію. Та-

²⁷ Samuelson P. Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*, 1965. P. 41–49.

ким чином, неможливо отримати прибуток шляхом торгівлі на основі інформації, оскільки всі прибутки з цієї інформації вже отримані²⁸.

У. Шарп узагальнив основні припущення та положення ГЕР і дав таке трактування ефективного ринку: це ринок, на якому перебуває велика кількість раціональних учасників, які, максимізуючи прибуток, конкурують між собою. Кожен з учасників намагається передбачити майбутню ціну активу; при цьому важлива поточна інформація знаходиться практично у вільному та рівному доступі для всіх учасників. На такому ефективному ринку конкуренція між учасниками призводить до того, що в будь-який момент часу ціна конкретного активу вже враховує всю інформацію, яка може на неї вплинути, причому як інформацію, доступну в даний момент, так і інформацію, появу якої ринок передбачає в майбутньому. Іншими словами, на ефективному ринку ринкова ціна є адекватним показником внутрішньої вартості активу²⁹.

Незважаючи на логічність та простоту даної гіпотези, практичний досвід існування фінансових ринків свідчить, що припущення, на яких базується теорія ефективного ринку, не завжди відповідають дійсності. Це ж стосується і основних положень ГЕР.

Найбільшим обмеженням ГЕР, на думку Р. Бол, є інформаційна складова гіпотези. ГЕР звела інформацію до абсолюту – інформація є абсолютно доступною, абсолютно вільною, сприймається всіма абсолютно однаково. Втім очевидно, що в реальному житті це не так. Доступ до інформації у різних учасників різний, існують платні інформаційні послуги, та і сама інформація різними учасниками сприймається по-різному³⁰. Крім того, існують

²⁸ Lo A. *The New Palgrave: A Dictionary of Economics: Second Edition*. New York: Palgrave MacMillan, 2007. URL: <http://ssrn.com/abstract=991509>.

²⁹ Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бейли Дж. В. *Инвестиции*. Москва: Инфра-М, 2007. 1027 с.

³⁰ Так само різні і можливості використання інформації у різних учасників ринку. Це стосується, по-перше, швидкості прийняття та реалізації інвестиційних рішень на підставі інформації (члени фондової біржі та інші особи, які отримують прямий доступ до торгів, можуть одразу після опрацювання інформації подати відповідну заявку на біржу, натомість іншим інвесторам необхідно звернутися до фінансових посередників, які подадуть заявки в їхніх інтересах, і за цей час

інформаційні потоки, масштаби впливу яких та їхню важливість не можна швидко оцінити, а відповідно, і врахувати в ціні. Насамперед, йдеться про форс-мажорні події – терористичні акти, природні чи техногенні катастрофи, певні несподівані політичні чи економічні події.

Ще одна претензія до ГЕР на теоретичному рівні стосується припущення щодо однорідності всіх інвесторів з точки зору їхніх цільових установок і раціональності рішень. Зокрема, в концепції ефективного ринку не враховано, що інвестори на фінансовому ринку мають різні інвестиційні горизонти та реагують тільки на інформацію, що стосується їхнього інвестиційного горизонту.

Крім того, не до кінця ясною є роль і місце трансакційних витрат в ГЕР. Очевидно, що для різних учасників вони різні, а отже, і доходність, що буде їх влаштовувати (при однаковому підсумковому прибутку), є теж різною. Тобто учасники з меншими трансакційними витратами можуть отримувати більші прибутки від операцій (фактично, надприбутки, що суперечить ГЕР).

Р. Бол зауважує, що перелік невідповідностей реального стану речей положенням ГЕР є досить значним і включає в себе як надзначну реакцію ринків на певну інформацію, так і навпаки, надслабку, вибухи волатильності та сезонні сплески доходності, залежність доходності від різних змінних, як-то ринкова капіталізація, норма дивідендів, ринкові коефіцієнти тощо³¹.

Наявність цих та інших аномалій і практичної невідповідності базовим теоретичним припущенням ГЕР зумовили подальший розвиток теорії та виокремлення трьох форм ефективності ринків – сильної, середньої та слабкої.

Таке розмежування пояснюється існуванням різних типів інформації на ринку, залежно від її доступності.

застосування інформації вже може втратити сенс); по-друге, платності (тарифи членів біржі для обслуговування різних категорій інвесторів можуть суттєво відрізнятися); по-третє, наявності фінансових ресурсів (це особлива проблема на нерозвинених ринках, де відсутні ліквідні кредитні ринки цінних паперів, у т. ч. ринки для РЕПО та подібних операцій).

³¹ Ball R. *The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?* *Journal of Applied Corporate Finance, Forthcoming*, 2009. URL: <http://ssrn.com/abstract=1502815>.

Ю. Фама виокремив три типи інформації, на які реагує фінансовий ринок: загальнодоступну, історичну та конфіденційну.

Першою групою інформації є історичні дані щодо поведінки ціни – ці дані є загальнодоступними³². Другу групу (публічну інформацію) формує інформація з першої, до якої додається різного роду публічна інформація, як-то дані фінансової звітності, коментарі аналітиків, публікації в пресі тощо. До третьої групи (приватна інформація) належить публічна інформація, а також та, до якої доступ є ускладненим – інформація, що поширюється у приватному порядку (наприклад, платні підписки на аналітичні огляди), а також різного роду інсайдерська інформація.

Таким чином, слабка форма ефективності на ринку існує, коли ціни на ньому відображають лише інформацію, що міститься в динаміці попередніх значень ціни. Дана форма ГЕР передбачає марність проведення аналізу тенденцій, оскільки дані про історичні котирування є загальнодоступними та отримати їх можна безкоштовно. Відповідно, якби минулі дані несли в собі певну інформацію щодо майбутнього стану ринку, всі змогли б нею скористатись, що призвело б до корекції ціни і зникнення можливості заробітку.

У той самий час очевидним є те, що історичні дані щодо ціни активу – це лише частина інформації, що циркулює на ринку. Тому виокремлюють ще дві форми ефективності ринку.

Відповідно до середньої форми ГЕР, ціна активу враховує всю загальнодоступну інформацію – не тільки ринкові котирування, але і різні відомості (макроекономічну статистику, новини, коментарі аналітиків, прогнози тощо), що перебувають у відносно вільному доступі. Дослідження свідчать, що на таких ринках загальнодоступна інформація абсорбується ринком у день її оголошення. Таким чином, часу на отримання надприбутків від при-

³² Проте використання загальнодоступних даних зовсім не обов'язково буває зручним, з огляду на ті чи інші обмеження: незручні формати даних, необхідність регулярно проходити повторну авторизацію, штучне роздроблення на значну кількість веб-сторінок, обмеження доступного періоду історичних даних. Користувачі публічних електронних баз даних (ут. ч. про фондовий ринок) неодноразово стикаються із ситуацією, яка вимагає замислитися над можливостями отримання інформації на платних умовах.

йняття певних рішень не залишається. Вважається, що цією формою ефективності володіють фінансові ринки розвинених країн (NYSE, LSE тощо).

Практичний досвід свідчить, що навіть за умови повного врахування загальнодоступної інформації на ринку залишаються можливості для отримання надприбутків. Цю можливість надає інсайдерська інформація. Саме її існування обумовило виділення третьої форми ГЕР.

Найекстремальнішою є сильна форма ГЕР. Згідно з нею, ціни на актив враховують не лише загальнодоступну інформацію, але і суто внутрішню інформацію стосовно того чи іншого активу (інсайдерські дані щодо стану компанії, різного роду комерційні таємниці, інформацію про важливі управлінські рішення, яка поки що не була оголошена, тощо).

Принципова можливість існування цієї форми пояснюється наявністю механізму відповідальності за приховування та незаконне використання інсайдерської інформації, а також різного роду механізмів щодо контролю за поведінкою інсайдерів (обмеження можливостей інсайдерів з купівлі-продажу цінних паперів, звітування інсайдерів про здійснені ними операції тощо). Ці механізми, з одного боку, підвищують трансакційні витрати від використання інсайдерської інформації, а з іншого – створюють штучні перепони для конвертації такого роду інформації в надприбутки. У кінцевому підсумку це і створює теоретичні передумови для існування сильної форми ГЕР. Передумовою є також високий рівень ліквідності та стабільний попит на фінансові активи.

Водночас сьогодні не існує фінансових ринків, які повністю відповідали б її вимогам. Найбільше до неї наблизились розвинені країни, особливо США³³.

³³ Arthur B., Holland J., LeBaron B., Palmer R., Tayler P. Asset pricing under endogenous expectations in an artificial stock market. Working Papers, Santa Fe Institute, 1997. 96-12-093; Atkins A., Dyl E. Price Reversals, Bid-Ask Spreads, and Market Efficiency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1990. Vol. 25. № 4. P. 535–547; Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка. Москва: Мир, 2000. 333 с.

Незважаючи на існування трьох форм ГЕР, критична маса невідповідностей теорії практиці обумовила появу різних альтернативних теорій і підходів до аналізу та прогнозування фінансових ринків.

Альтернативним поглядом на функціонування фінансових ринків є гіпотеза фрактального ринку (ГФР), сформульована Е. Петерсом. Передумовою її появи була нездатність пояснити низку явищ на фінансових ринках за допомогою гіпотези ефективного ринку. Особливо це стосується різких і несподіваних змін цін на фінансові інструменти.

У теорії Е. Петерса замість лінійного підходу, що передбачав єдиний варіант рівноваги на фінансовому ринку, був використаний нелінійний підхід. Цей метод давав можливість будувати моделі з множиною можливих рішень. Такі моделі називаються нелінійними динамічними моделями. Е. Петерс виділяв такі їхні особливості:

- наявність причинно-наслідкового зв'язку; розвиток явища має свої передумови у минулому;
- стан рівноваги не досягається в одній точці; станів рівноваги може бути декілька, що відповідають певному критичному рівню;
- досліджувані системи мають зламний, фрактальний, а її окремі елементи – подібний характер;
- у системі існує залежність від початкових умов.

Отже, оскільки фінансовий ринок відповідає зазначеним вище властивостям, особливостями його функціонування є:

- 1) довгострокові кореляції і тренди як ефекти зворотного зв'язку;
- 2) мінливість з критичними рівнями ринків (за певних умов, у визначений час);
- 3) часові ряди при проміжках часу, що зменшуються, матимуть подібні статистичні показники, тобто характеризуються фрактальною структурою;
- 4) надійність передбачень, прогнозів щодо майбутнього розвитку зменшуватиметься в міру того, як ці прогнози стосуватимуться більш далекого майбутнього, тобто виявляється чутлива залежність від початкових умов.

Гіпотеза адаптивних очікувань була сформульована І. Фішером³⁴. Адаптивні очікування передбачають, що майбутні значення економічних змінних, таких як майбутні процентні ставки, інфляція, можуть бути передбачені на підставі попередніх значень та їхньої похибки. У міру появи нових показників коригуються здійснені прогнози.

Основним недоліком гіпотези адаптивних очікувань є використання при прогнозуванні лише явищ у минулому.

Так, у разі шоку на досліджуваному ринку економічні агенти не зможуть правильно спрогнозувати майбутню ситуацію, навіть якщо у перспективі потрясінь на ринку не передбачається. Це є результатом того, що дані про «шок» на ринку у будь-якому разі будуть включені для наступного прогнозування. Через це такий підхід є достатньо ненадійним і має досить обмежене використання.

Альтернативне пояснення давала теорія раціональних очікувань, яка розроблена Дж. Мутом у 1961 р. на протигагу теорії адаптивних очікувань і використовується в некласичних напрямках макроекономіки³⁵.

Дана теорія передбачає наявність у економічних агентів всього необхідного обсягу інформації, що використовується ними у цілях прогнозування економічних процесів. При цьому вони самі використовують ту модель, яку вони вважають правильною. Тобто, учасники ринку мають знання про його механізм, здатність спрогнозувати залежність зміни попиту та пропозиції внаслідок зміни ціни тощо. Їхні дії є раціональними, хоча і суб'єктивними. Економічні агенти, якщо і припускаються помилок, то несуть не систематичний, а випадковий характер. Теорія ґрунтується на припущенні, що очікування збільшення державної заборгованості негативно впливають на збільшення вартості фінансових ресурсів ще до моменту появи сил, які здатні компенсувати таке зростання.

³⁴ Шевченко О. О. Історія економіки та економічної думки: сучасні економічні теорії. Київ: ЦУЛ, 2012. 280 с.

³⁵ Кириленко В. В. Історія економічних вчень. Київ: Економічна думка, 2007. 233 с.

Отже, основною відмінністю від теорії адаптивних очікувань є використання всієї доступної інформації про явище, а не тільки інформації про його зміну у минулому. Основними недоліками даної теорії є, по-перше, те, що вона не враховує ціну інформації, на основі якої робляться прогнози. Натомість у реальних умовах економічні агенти вважають оптимальним прогнозом не той, який є найбільш точним, а той, який має достатню надійність при розумному рівні витрат на нього. По-друге, критики цієї теорії наполягають, що очікування не можуть бути раціональними, оскільки сам об'єкт прогнозу є малопередбачуваним.

Щодо альтернативних теорій, які пояснюють поведінку цін на фінансові активи, то дедалі більшої популярності набуває теорія обмеженого арбітражу або поведінкових фінансів, відповідно до якої виокремлюють обставини, що перешкоджають повному вправленню цін раціональними інвесторами. Поняття «раціональності» для різних економічних суб'єктів може бути різним, а отже, їхня реакція на ту чи іншу ринкову інформацію буде відрізнятися. Крім того, досить часто ринкова реакція не є адекватною новині. Мається на увазі «надреакція» (overreaction) або «недореакція» (underreaction) ринків на певну інформацію.

Недоліком концепції поведінкових фінансів є надмірна кількість психологічних закономірностей у загальній поведінці торговців³⁶.

Найпоширенішими у фаховому середовищі методами аналізу біржової інформації є фундаментальний і технічний.

Відповідно до положень фундаментального аналізу, динаміка цін на фінансові активи залежить від змін в економіці країни, розвитку політичних подій, особливостей фінансового регулювання в країні, фінансових показників компаній і галузей, стихійних лих та інших видів форс-мажорів тощо. Якщо деякі з цих подій не можуть бути передбачені (наприклад, форс-мажорні події), то інші цілком піддаються оцінці та прогнозуванню (наприклад, час публікації економічних новин відомий заздалегідь, як і прогнози аналітиків за тим чи іншим економічним показником).

³⁶ Дементьев В. Е. Длинные волны экономического развития и финансовые пузыри. Препринт №WP/2009/252. Москва: ЦЭМИ РАН, 2009. С. 52.

Таким чином, здійснюючи розумні та своєчасні прогнози, можна передбачити майбутній рух цін на ринку та отримати переваги від цього.

Технічний аналіз, на противагу фундаментальному аналізу, концентрує увагу на аналізі минулих значень цін з метою прогнозування їхнього майбутнього руху. Він ґрунтується на переконанні, що «ринку враховує все», а отже, у поведінку ціни вже включені всі значимі фактори (економічні, політичні тощо). Якщо ринок дійсно є ринком, то рухи цін утворюються в результаті прийняття його учасниками великої кількості рішень. Результатом таких рішень є зміни в ринкових (біржових) цінах. Аналізуючи їх, учасники отримують доступ до всієї ринкової інформації. Для здійснення цього технічний аналіз володіє значним арсеналом інструментів щодо отримання корисної інформації з графіків цін і результатів торгів.

Технічний аналіз широко використовується на практиці для прогнозування цінових рядів. Незважаючи на те, що більшість статистичних досліджень показали лінійну незалежність послідовних змін цін, і ціни на фінансові активи є результатом суто випадковим, проте цілий ряд вчених зазначає, що залежність зміни цін може бути такою складною, що створюється видимість відсутності зв'язку, в той час як реально минулі ціни здійснюють вплив та пов'язані з цінами у майбутньому.

Перевагою технічного аналізу відносно фундаментального є відносна простота використання, швидкість отримання даних, а також універсальність (методологія технічного аналізу працює як на фондових ринках, так і на товарних чи валютних без необхідності модифікації та пристосування до специфіки різних ринків). Для адекватного фундаментального аналізу потрібен більший набір інформації – макроекономічні показники, показники розвитку окремих галузей і компаній, інформація про стан і тенденції розвитку політичного середовища, державної економічної політики тощо. Це робить фундаментальний аналіз більш витратним у плані часу та зусиль, ніж технічний аналіз³⁷.

³⁷ Fairfield P. Using Fundamental Analysis to Assess Earnings Quality: Evidence from the Center Financial Research and Analysis. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 2000. Vol. 16, No 4. P. 273–299.

Перевагою технічного аналізу, з наукової точки зору, є ще й те, що набагато простіше тестувати окремі його методи чи методики, оскільки існують чітко визначені об'єктивні правила торгівлі. Для попереднього аналізу необхідні, насамперед, дані про ціни та обсяги торгівлі.

Ці дані зазвичай є загальнодоступними і можна отримати досить легко. Проте фактично слід враховувати існування різних режимів біржової торгівлі (адресні/безадресні, з поточним/відстроченим виконанням, у т. ч. РЕПО, аукціони тощо), в яких біржові ціни можуть істотно відрізнятися; нормативні особливості визначення тих чи інших цінових індикаторів (відповідно до вимог законодавства, регулятора ринку, самої біржі); актуальність існуючих цін (ціна закриття може відображати результати торгів, що відбулися певний час тому); ступінь об'єктивності ціноутворення (щільно пов'язана з ліквідністю та конкурентністю торгів) тощо. Отже, загальнодоступних даних, що оприлюднює фондова біржа, може виявитися недостатньо для проведення адекватного технічного аналізу, або взагалі може виявитися (і Україна – схоже, якраз такий випадок), що ліквідність і регулярність торгів недостатні для того, щоб визначити справедливую ціну та, відповідно, застосувати інструментарій технічного аналізу.

Принциповою різницею між технічним та фундаментальним аналізом є те, що технічних аналітиків цікавлять лише ціни та їхня динаміка, в той час як прихильники фундаментального аналізу намагаються аналізувати причини цих змін. Технічний аналітик стверджує, що вся інформація поступово враховується в цінах, водночас фундаментальний аналітик використовує всю наявну інформацію, а також багато інших економічних змінних для обчислення справедливої вартості активу. Ще однією принциповою різницею між технічним і фундаментальним аналізом є те, що технічні аналітики не визначають цільовий орієнтир ціни, а лише торгують, виходячи із сигналів на купівлю чи продаж, які генерують їхня торгова стратегія³⁸. Метою фундаментального аналітика

³⁸ Знову ж таки: для існування регулярних сигналів на купівлю чи продаж та застосування такої торгової стратегії, яка дозволяє адекватне використання технічного аналізу, необхідна щонайменше певна ліквідність ринку.

є цільова ціна, яка розрахована на базі оцінки фундаментальної вартості активу.

Історія біржової діяльності накопичила значну кількість прикладів неадекватності як технічного, так і фундаментального аналізу. Таким чином, питання доцільності та ефективності фундаментального та технічного аналізу для прогнозування цін і аналізу біржової інформації в цілому є вкрай неоднозначним.

У цілому наведені аргументи свідчать про відсутність єдиного підходу до поведінки та прогнозування цін на фінансових ринках, відсутня навіть принципова згода щодо прогнозованості фінансових ринків. Існуючі гіпотези базуються на протилежних за суттю принципах і передумовах. Аргументи та приклади, що наводяться прихильниками тієї чи іншої теорії, як правило, є досить логічними та обґрунтованими. Все це значно ускладнює вибір наукового інструментарію для аналізу та прогнозування цін на фінансові активи. Водночас численні дослідження, що проводилися в останні десятиліття, переважно зарубіжними вченими, дають підстави вважати, що класичні фінансові теорії та моделі не можуть з достатнім ступенем імовірності прогнозувати поведінку окремих економічних суб'єктів і зміну ринкової ситуації в цілому³⁹ – навіть на розвинених ринках, не кажучи вже про незрілі.

³⁹ Пластун О. Л. Роль і місце технічного аналізу в сучасній методології прогнозування цін на фінансових ринках. *Економіка та держава*. 2014. № 9. С. 38–40; Пластун О. Л. Фундаментальний аналіз біржових цін: аргументи «за» і «проти». *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. 2013. № 1. С. 109–112; Пластун О. Л. Цінові бульбашки та анти-бульбашки: технологія виявлення та правила торгівлі з невірно оціненими активами. *Вісник Національного банку України*. 2013. № 8. С. 44–59; Пластун О. Л. Прогнозування фінансових ринків: сучасні концепції та нові підходи. Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2014. 401 с.

§ 2. Маніпулювання на фондовому ринку: сутність, ознаки, світовий досвід регулювання

1.2.1. Маніпулювання на фондовому ринку: сутнісні критерії та елементи

У науковій та спеціальній літературі під маніпулюванням⁴⁰ з фінансовими активами розуміють⁴¹:

1) будь-яку діяльність, схему або штучні засоби навмисного впливу на ціну фінансового активу, що спричиняє формування ціни, іншої, ніж та, яка могла б сформуватися без такого впливу (Cargil Inc. v. Hardin, US, 1971);

2) вплив змін у цінових параметрах цінних паперів, спричинених штучними стимулами порівняно з нормальними змінами, які відбуваються на вільному ринку внаслідок взаємодії пропозиції та попиту (зміни до Securities and Exchange Act (1934), California Law Review, 1940);

3) будь-яку операцію або діяльність, яка спрямована не на сприяння формуванню цін на актив у результаті взаємодії про-

⁴⁰ У законодавчому полі України використовується саме термін «маніпулювання», а не «маніпуляція». Етимологічно вони рівноцінні, але з огляду на практику, що склалась у нормативному полі, у подальшому використовуватиметься термін «маніпулювання».

⁴¹ Söderström R. Regulating Market Manipulation. An Approach to designing Regulatory Principles. Working paper 2011:1. Doctoral candidate in Capital Market Law. Faculty of Law. URL: https://www.jur.uu.se/digitalAssets/585/c_585476-l_3-k_wps_2011_1.pdf; Манипуляції на фондовом ринку: в чім їх суть? *Stockworld*. 04.05.2016. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/manipuliatcii-na-fondovom-gynkie-v-chiem-ikh-sut>; Манипулирование на фондовом рынке попало под уголовную ответственность. *Коммерсантъ*. 22.08.2012. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/2006403>; A Resolution Concerning Transnational Securities and Futures Fraud. IOSCO. 1993, жовтень. URL: <https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES8.pdf>; Liu Ke., Keung Lai K., Yen J., Zhu Q. A Model of Stock Manipulation Ramping. *Computational Economics*. 45(1): 135–150. 2013. URL: https://www.researchgate.net/publication/271406695_A_Model_of_Stock_Manipulation_Ramping_Tricks.

позиції та попиту, а сформована з метою викривлення (цінових параметрів) на будь-якому ринку (за визначенням колишнього президента New York Cotton Exchange (A. Marsh));

4) переміщення вигоди від великого числа ринкових гравців до невеликої групи гравців шляхом застосування останніми нечесних методів (гри).

Виокремлюють такі елементи ринкового маніпулювання:

1) маніпулятивна дія або умисна бездіяльність;

2) (фінансовий, прибутковий) інтерес, зацікавленість;

3) причинно-наслідковий зв'язок;

4) штучно сформована ціна (вартість), маніпульований попит (пропозиція).

Маніпулюванням серед експертів вважається купівля (продаж) активів (фінансових інструментів) за цінами вищими (нижчими), ніж ті, що склалися б (див. також главу 3) за звичайного співвідношення попиту та пропозиції на певний актив (приміром, у послідовності неадекватна зміна ціни – угода з активом), послідовні операції з купівлі (продажу) активу (зокрема без зміни права власності) з коротким часовим інтервалом, концентрація окремого активу за правом власності (в одного чи кількох пов'язаних власників), а також створення уяви активної торгівлі з метою спонукання купівлі (продажу) іншими учасниками певного активу, показником якої є значне коливання ціни на актив за означений проміжок часу та спреди доходності, що виходять за межі фактичного (звичайного, прогнозованого) рівня (нижчої і вищої межі) доходності окремо взятого активу.

На біржах різних країн маніпулюванням вважається поширення неправдивої інформації про бенчмарки активів або про компанію-емітента, невиконання торговцями зобов'язань за угодами, здійснення операцій з активом в інтересах однієї сторони, певної кількості угод при найбільшій (найменшій) ціні активу на момент подання заявки, операції щодо зміни статусу та кількості заявок на біржі, вплив на функціонування системи торгів (зокрема, в певний момент торгів певним активом); виконання зобов'язань за кількістю угод з акціями більше ніж дві при незмінності власника або при чергуванні ролей сторін як продавців (покупців) з певними винятками при розміщенні акцій; будь-яка поведінка,

що сприяє хибній інформації про ціну, рівень ринкової рівноваги (попиту та пропозиції) й активність торгів щодо певного активу; використання інсайдерської інформації (наприклад, зростання (падіння) котирувань за короткий проміжок часу до появи новин про емітента).

Проста схема маніпулювання цінами на фондовому ринку може реалізовуватися шляхом скуповування фінансового інструменту у значному обсязі за відносно низькою ціною та його продаж за вищою ціною. Успіх такої схеми залежить від рівня обізнаності та аналізу ринку з боку інших інвесторів, ринкової ліквідності, коли маніпулятор «скидає» актив. При цьому схема включає основні стадії скуповування та «скидання» (продаж) активу. Ці стадії можуть проводитися непослідовно та нерівномірно за обсягом або в часі з метою реалізації цілей маніпуляторів та уникнення розкриття схеми. Найбільше втрат від подібного маніпулювання зазнають інвестори, які слідують за трендом.

Маніпулювання відслідковують залежно від торгового режиму на біржі, активності та обсягу торгів на окремій біржі (в окремій країні), коли відбувається різке підвищення показників (ціни, обсягу, волатильності) щодо окремого активу (з урахуванням мультиплікації від виходу на ринок нових інвесторів у даний актив), за яким слідує різке падіння відповідних показників. Маніпулювання здійснюється також з неліквідними активами (паперами), активами компаній з ознаками фіктивності.

Маніпулювання може класифікуватися за використанням при його здійсненні об'єктом⁴²:

1) шахрайська професійна діяльність (fraudulent trading) – відбувається шляхом узгоджених торгів, з метою штучного підвищення ціни та обсягу торгівлі фінансового інструменту для заохочення його купівлі інвесторами;

2) шахрайство на основі маніпулювання інформацією (information-based manipulation), наприклад, викривлення інфор-

⁴² Ögüt H., Doganay M. M., Aktas R. Detecting stock-price manipulation in an emerging market: The case of Turkey. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2009.03.065>.

мації (зокрема, фінансової) керівництвом компанії (посадовими особами);

3) операції з цінними паперами на основі інсайдерської інформації (insider trading), наприклад, націлені на отримання прибутку пов'язаними особами.

На іноземних біржах, зокрема, заборонено чинити будь-які дії (наприклад, здійснювати брокерські операції), які вводять в оману щодо рівня ціни, обсягу чи активності торгів певним активом з метою впливу на попит чи пропозицію цього активу⁴³.

Представники біржі можуть мати право:

– анулювати заявки на купівлю (продаж) активу (в електронній системі торгів), якщо ціна або обсяги торгів активом націлені на перешкоджання нормальної торгівлі цим активом;

– змінити ціну активу при закритті торгів на біржі, якщо буде з'ясовано, що ціна останньої операції з певним активом була встановлена з метою впливу на ціну цього активу (наприклад, на попередню ціну, яка не встановлена в цілях маніпулювання);

– визначати відхилення в бік збільшення (зменшення) ціни активу відносно довідкової (орієнтирної) котирування (ціна, за якою визначається мінімальний/максимальний поріг у торговій сесії, часто дорівнює ціні при закритті торгів, якщо для окремого активу не встановлено іншу ціну).

1.2.2. Інститут відповідальності за зловживання ринком: становлення та еволюція

Історичні приклади зловживань на фондовому ринку відомі ще з XVIII ст., коли виникли перші крупні акціонерні товариства. Найпростішим засобом впливу на ціну цінного папера, крім відкритої інформаційної фальсифікації, була одночасна купівля та продаж одних і тих самих цінних паперів з метою створення запису про ринкову операцію та формування ціни. Маніпулюван-

⁴³ Directives of Trading with Securities at the Amman Stock Exchange (статті 16, 19). URL: <https://www.exchange.jo/en/Legislation/Directives/Directives-Trading-Securities-Amman-Stock-Exchange>.

ня існувало здебільшого з метою формування вигідної ціни для гравців ринку або стабілізації ціни при розміщенні цінних паперів, загрози спекуляцій.

Типовий приклад – маніпулювання з акціями Південної Морської компанії (1711–1720 рр). Практика зловживань на фондових ринках у ХІХ ст. мало чим відрізнялась⁴⁴.

Певний час стояло питання, які види маніпулювання підлягають застосуванню правових запобіжних заходів як такі, що негативно впливають на функціонування ринку⁴⁵. Зловживання шкодять цілісності фондового ринку не лише через фальсифікацію публічної оцінки фінансових інструментів. Наслідком маніпулятивних практик є не тільки введення в оману інвесторів і спонукання до купівлі чи продажу фінансових інструментів, але й спотворення вартості цінних паперів при їхньому використанні як застави під кредити, з метою оптимізації оподаткування тощо⁴⁶.

На сьогодні у світі найефективнішою, дієвою і жорсткою є система регулювання відповідальності за зловживання ринком в США, де в силу історичних обставин роль фондового ринку в національній економіці набагато вища, ніж у більшості країн світу⁴⁷.

Основи сучасної системи регулювання фондового ринку в США були сформовані ще в 1930-ті роки, після біржової кризи 1929 р.⁴⁸ У 1920-х роках на фондовому ринку США практика маніпулювання цінами була звичним явищем. Обсяги біржових операцій, спрямованих на маніпулювання цінами, невпинно зростали,

⁴⁴ Тьюлз Р. Д., Бредлі Е. С., Тьюлз Т. Фондовый рынок. 6-е изд. / Пер. с англ. Москва: ИНФРА-М, 2000. VIII + 648 с.; Crashes and Panics. The lessons from History / Ed. By Eugene N. Wrihte. Homewood, Illinois: Business One Irwin, 1990. P. 74–75.

⁴⁵ Regulation of Stock Market Manipulation. *Yale Law Journal*. 1947. Vol. 56 (3). P. 509–533, 512–516, 522–523.

⁴⁶ Poser N. S. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions. *University of Miami Law School. – University of Miami Law Review*. 1986. Vol. 40 (3). P. 671–735, 734–735.

⁴⁷ Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. М. Альпина Бизнес Букс. 2007. С. 94.

⁴⁸ Тьюлз Р. Д., Бредлі Е. С., Тьюлз Т. Фондовый рынок. 6-е изд. / Пер. с англ. Москва: ИНФРА-М, 2000. VIII + 648 с.; Crashes and Panics. The lessons from History / Ed. By Eugene N. Wrihte. Homewood, Illinois: Business One Irwin, 1990. P. 74–75.

що стало одним із факторів буму фондового ринку, а згодом його краху. Індекс бізнес-активності в США сягнув найвищого значення 120% у серпні 1929 р., а за період Великої депресії опустився до найнижчого історичного значення 49% у липні 1932 р. (рис. 1.1). Вважається, що шахрайство, маніпулювання та надмірні спекуляції стали причиною краху на фондовому ринку у 1929 р.

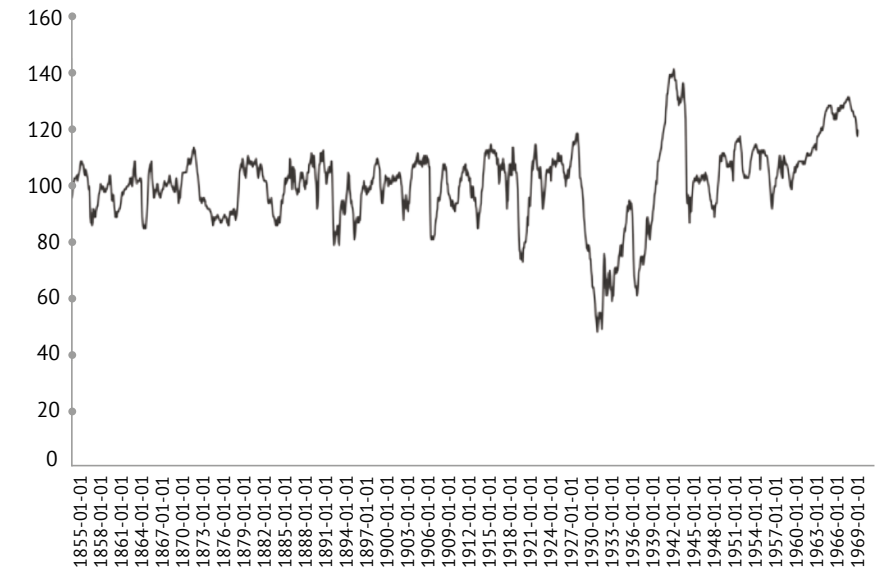


Рис. 1.1. Індекс бізнес-активності в США за 1855–1970 рр., %

Джерело: Index of American Business Activity for United States. National Bureau of Economic Research Data. URL: https://fred.stlouisfed.org/series/M12003USM516NNBR?utm_source=series_page&utm_medium=related_content&utm_term=related_resources&utm_campaign=categories.

У 1932 р., за ініціативи президента Г. К. Гувера, Комітет по банках і грошовому обігу Сенату США утворив Комісію по вивченню причин біржової кризи 1929 р. Очолив комісію Ф. Пекора, колишній адвокат і помічник окружного прокурора Нью-Йорку.

Як з'ясувала Комісія, спекулятивні махінації і маніпулювання на фондовому ринку сягнули нечуваних масштабів, стосовно

акціонерів використовувалися нечесні методи, зокрема, фальсифікація фінансової звітності та введення в оману інвесторів. Інвестиційні банки активно пропонували цінні папери інвесторам, приховуючи власний інтерес у розміщенні. Так, Комісія виявила: надвисокі комісійні винагороди банкам (зокрема Chase National Bank та National Citi Bank of New York) за розміщення цінних паперів компаній (розмір комісійних визначався банками на власний розсуд та подекуди сягав 10% емісії, адже ніхто крім банків не міг акумулювати необхідні кошти); привілейовані продажі акцій; надання кредитів з метою розкручування спекуляцій тощо.

Проте, діючи в межах наявного законодавчого поля, завдяки його неоднозначності та наявності в ньому лазівок, всі звинувачення Ф. Пекори, незважаючи на недоконливість пояснень звинувачених, не могли бути використані судовою владою. Крім того, сучасні дослідження матеріалів слухань Комісії Ф. Пекори показали, що значна частка гучних викриттів були нічим не доведеними припущеннями, а багато звинувачень виявилися сфабрикованими⁴⁹.

Діяльність Комісії Ф. Пекори не лише завдала нищівного удару по репутації Уолл-стріт, але й наявно показала недосконалість і недостатність існуючого законодавчого регулювання для покарання винуватців Великої депресії, а також нетривіальність можливих злочинних дій на фондовій біржі, необхідність їхнього докладного законодавчого врегулювання.

У березні 1933 р., вже при президентові Ф. Д. Рузвельті, який у своїй передвиборчій програмі проголосив в числі пріоритетів наведення порядку у фінансовому секторі, робота Комісії значно активізувалась. Настрої в суспільстві щодо ділків з Уолл-стріт, недовіра до банків і фондових бірж значно допомогли Ф. Д. Рузвельту та його адміністрації прийняти у травні 1933 р. Закон про цінні папери (Securities Act), ключова мета якого полягала у створенні системи регулювання біржових угод і недопущенні практики нечесної торгівлі цінними паперами. Законом врегулювався первинний ринок цінних паперів: брокерські та дилерські компанії повинні повністю розкривати інформацію, яка є суттєвою для ін-

⁴⁹ Мошенский С. З. От глобальных дисбалансов к «Великой депрессии» (1914–1939). London: Xlibris, 2014. 220 с. URL: http://www.mirkin.ru/_docs/book034.pdf.

весторів, а інвестори мали право звертатися до суду за наявності фактів оприлюднення емітентом недостовірної чи спотвореної інформації в процесі підписки чи після неї. У разі, якщо компанія випускає і пропонує цінні папери невизначеному колу інвесторів, у спеціальному документі – реєстраційній заяві, що подається до федерального органу, мають бути розкриті напрями використання коштів, залучених від інвесторів⁵⁰.

Закон містить загальні поняття та використовується як обґрунтування випадків маніпулювання у конкретних випадках. Основне визначення маніпулювання як шахрайських дій наведено в розділі 17 цього Закону⁵¹. Закон визначає, що для будь-якої особи є незаконною прямо або опосередковано участь у таких діях:

- використання будь-якого інструменту, схеми або прийому для здійснення обману;
- одержання грошей чи майна через будь-яку неправдиву заяву або матеріальний факт, або приховування матеріального факту, коли заява про такий факт повинна бути здійснена при обставинах, що склалися;
- використання будь-яких угод, процесів, операцій, практик, які можуть спричинити шахрайські дії або обман.

Незаконними також визнаються публікації, рекламні оголошення, повідомлення, статті, листи, які, хоча й не містять пропозицію купити цінні папери, але дають їм характеристику за винагороду, отриману (або обіцяну) від емітента, андеррайтера або дилера без повного розкриття всіх фактів та суми винагороди в минулому або майбутньому.

У 1933 р. було прийнято Закон про банки (Glass-Steagall Act), яким вирішувалося питання розмежування інвестиційних і комерційних операцій. Згідно з цим Законом, комерційним банкам було заборонено інвестувати в цінні папери, займатися брокерсько-дилерською діяльністю, а також здійснювати підписку на цінні папери. Банк повинен був визначитися зі своєю спеціалізацією

⁵⁰ Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 226.

⁵¹ Securities Act of 1933 (Закон про цінні папери). URL: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20of%201933.pdf>.

або розділити традиційний банківський та інвестиційний бізнес шляхом утворення двох компаній⁵².

У 1934 р., з прийняттям Закону про фондові біржі (Securities Exchange Act)⁵³, регулюючі функції держави в особі федерального уряду було поширено на вторинний ринок цінних паперів. Згідно із зазначеним Законом, було створено Комісію з цінних паперів та бірж (Securities and Exchange Commission, SEC) – перший у світі державний орган, що здійснює регулювання ринку цінних паперів, який серед іншого включав підрозділ правозастосування, який виявляє та обмежує шахрайські маніпулятивні операції, ініціює розслідування та передає справи до вирішення у судовому порядку. Закон зобов'язував усіх професійних учасників ринку зареєструватися у федеральному органі. Законом визначена компетенція SEC щодо можливості встановлення правил та запобігання маніпулювання цінами, відповідальність за здійснення маніпулювання з цінними паперами, що включає надання клієнту недостовірної інформації та штучне завищення цін, обмеження на певні біржові операції та використання інсайдерської інформації.

Зокрема, у розділі 9 («Заборона маніпулювання цінами для безпеки») конкретизуються та описуються практики маніпулювання цінами. Потрібно зазначити, що окремі практики в цьому законі поширюються лише на національні біржі. Розкриваються також методи захисту інвесторів, контроль і відповідальність за маніпулювання. Зокрема, незаконним є для будь-якої особи або члена біржі безпосередньо або опосередковано за допомогою будь-яких засобів або інструментів торгівлі:

а) створення неправдивого або оманливого виду активної торгівлі будь-якими цінними паперами, здійснення будь-якої угоди з цими цінними паперами, що не передбачає змін бенефіціарного власника;

б) видання наказу або розпорядження на придбання цінних паперів, якщо ініціатори знають, що є або буде зустрічний наказ

⁵² Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 226.

⁵³ Securities Exchanges Act of 1934 (Закон про фондові біржі). URL: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20of%201934.pdf>.

або розпорядження щодо продажу таких цінних паперів на користь тієї ж або іншої сторони, що мають однакові параметри кількості та ціни і видані в один і той самий час;

в) видання наказу або розпорядження на продаж цінних паперів, якщо ініціатори знають, що є або буде зустрічний наказ або розпорядження щодо купівлі таких цінних паперів на користь тієї самої або іншої сторони, що мають однакові параметри кількості та ціни і видані в один і той самий час.

Інші положення розділу 9 Закону забороняють:

- «спарені ордери»;
- пули, як серію угод, які створюють видимість активних угод на ринку;
- маніпулятивні дії брокерів або дилерів без створення пулів за власний рахунок;
- діяльність учасників фондового ринку щодо поширення чуток і замовної інформації;
- участь у прибутках за наслідком маніпулювання фінансових журналістів, аналітиків ринку та осіб, які сприяють поширенню інформації;
- діяльність брокерів, дилерів або інших осіб, які продають, купують або пропонують до продажу (купівлі) цінні папери через поширення інформації про можливе або неминуче підвищення (падіння) ціни на цінні папери внаслідок дій деяких учасників ринку, спрямованих на маніпулювання ціною;
- будь-яку діяльність або видимість активних торгів з цінними паперами для підвищення або зниження ціни на них з метою заохочення інших учасників ринку для продажу або купівлі таких цінних паперів;
- поширення будь-якої неправдивої інформації брокерами, дилерами, іншими учасниками ринку, а також журналістами, фінансовими аналітиками, що стосується торгів активами на фондовому ринку.

Розділ 10 («Регулювання застосування маніпулятивних та шахрайських угод») визначає загальну заборону на укладання маніпулятивних угод і містить таке формулювання: для будь-якої особи є незаконним використання або залучення будь-яких маніпулятивних чи шахрайських угод і схем з порушенням правил та регу-

лятивних норм, які встановлені SEC як необхідні або такі, що відповідають інтересам суспільства або завданням захисту інвестора.

Розділ 15 («Реєстрація та регулювання брокерів та дилерів») містить положення про заборону маніпулювання, обману, видів та інструментів шахрайства для брокерів і дилерів при укладанні угод або заохочування до купівлі та продажу будь-якого цінного папера. У Законі виокремлюється заборона такого маніпулювання для державних і муніципальних цінних паперів.

Також Законом про фондові біржі 1934 р. були заборонені будь-які інсайдерські угоди. Цим Законом було визначено поняття інсайдерських угод як таких, що здійснюються протягом одного торгового дня, внаслідок яких ціна на торгові активи підвищується або знижується та пов'язана з подіями, які прямо залежать від дій керівників компанії або головної групи акціонерів. Інсайдером вважався акціонер, що володіє не менше ніж 10%-им пакетом акцій і може отримувати додаткову інформацію про ситуацію в компанії та використовувати її для отримання прибутку.

Законодавчо шахрайство визначалося як: поширення неправдивої або дезорієнтуючої інформації, що супроводжує процес купівлі чи продажу цінних паперів; надання хабарів з метою спонукання купівлі чи продажу цінних паперів⁵⁴. Зокрема, вимагалось, щоб публічні продажі цінних паперів нових випусків починались через 21 день після випуску, аби уникнути ажіотажу щодо торгівлі ними; емітенти (в т.ч. іноземні) мали реєструвати заявки на випуски паперів у Федеральній торговій комісії, крім емітентів муніципальних облігацій; визначались вимоги з розкриття інформації про випуск цінних паперів і повної інформаційної прозорості, а всі інсайдерські операції заборонялися. На практиці такі законодавчі ініціативи обмежували притік коштів малих інвесторів, а емісії проводилися через крупні посередницькі компанії, які могли нести емісійні витрати, що знов-таки зменшували конкуренцію для великих банків. Біржі повинні були реєструватися у SEC, їхня політика також стала контролюватися SEC. З метою контролю обмежувались операції, зокрема, гра на пониження, уніфіковані

⁵⁴ Regulation of Stock Market Manipulation. *Yale Law Journal*. 1947. Vol. 56 (3). P. 509–533, 512–516, 522–523.

маржинальні операції. При цьому не врегульовувалися позабіржовий ринок і ринок ф'ючерсів. У рамках посилення прозорості діяльності було впроваджено нові правила фінансової звітності банків, що стало причиною відмови деяких банків від інвестиційної діяльності⁵⁵. Інструментами впливу SEC за зловживання ринком стали тимчасові чи постійні заборони, а також кримінальне провадження.

Позабіржовий ринок окремо не регулюється законодавством, але Закон надає право SEC розробляти правила, які обмежували б можливість маніпулювання на ньому. SEC наділена такими правами для захисту інвесторів⁵⁶:

- нагляд за ринками;
 - розслідування та застосування заходів до професійних учасників ринку цінних паперів щодо накладання дисциплінарних і фінансових санкцій за порушення законодавства про цінні папери та правил Національної асоціації дилерів ринку цінних паперів (NASD);
 - арбітраж за суперечками, які виникають між професійними учасниками фондового ринку, інвесторами та професійними учасниками;
 - сприяння органам юстиції в розслідуванні кримінальних справ з приводу порушень законодавства на ринку цінних паперів.
- Наразі розвинена нормативна база США охоплює всі сфери, на які можуть впливати маніпулювання на фондовому ринку. Так, у 1936 р. ухвалено Закон про товарні біржі (Commodity Exchange Act)⁵⁷, у 1939 р. – Закон про трастову угоду (Trust Indenture Act)⁵⁸, у 1940 р. – Закон про інвестиційних консультантів (Investment

⁵⁵ Мошенский С. З. От глобальных дисбалансов к «Великой депрессии» (1914–1939). London: Xlibris, 2014. С. 118–125. URL: http://www.mirkin.ru/_docs/book034.pdf.

⁵⁶ Офіційний сайт Комісії з цінних паперів та бірж (Security and Exchange Commission – SEC). URL: <https://www.sec.gov>.

⁵⁷ Commodity Exchange Act. 2019. February 15. URL: <http://legisworks.org/sal/49/stats/STATUTE-49-Pg1491a.pdf>.

⁵⁸ Trust Indenture Act 1939. 2019. February 15. URL: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Trust%20Indenture%20Act%20Of%201939.pdf>.

Advisers Act)⁵⁹, а також закони, що стосувалися прав інвесторів – у 2002 р. Закон Сарбейнса-Окслі (Sarbanes-Oxley Act) щодо цивільної та кримінальної відповідальності керівництва (рад директорів корпорацій) за проведення аудиту та розкриття інформації про фінансову звітність корпорацій, що випускають зареєстровані в SEC фінансові інструменти⁶⁰ та у 2010 р. Закон Додда-Франка (Dodd-Frank Act), що стосувався посилення нагляду за системоутворюючими фінансовими установами з метою зниження ризиків фінансової системи шляхом встановлення вимог спеціалізованого органу влади щодо нарощення капіталу, підтримки ліквідності та обмеження операцій таких установ, захисту прав споживачів фінансових продуктів⁶¹.

Законодавство США забороняє будь-яке маніпулювання та незаконне використання інсайдерської інформації, які є навмисними та мають ціль вплинути на ціну фінансових активів або вводять в оману щодо їхньої реальної купівлі (продажу). Під поняття «маніпулювання»⁶², згідно із законодавством, підпадає широке коло операцій (табл. 1.1):

1) «відмивочний» продаж (wash sales), у тому числі спарений продаж (matched sales) – будь-які угоди, спрямовані на те, щоб створити видимість активних продаж на ринку;

2) будь-які біржові угоди, що створюють видимість торгівлі на ринку та мають на меті підвищення або зниження ціни;

3) короткі продажі та накази «зупинити збитки» в обхід правилам SEC (short sales та stop loss orders);

4) пропозиція цінних паперів у режимі «все або нічого»;

⁵⁹ Investment Advisers Act of 1940. 2019. February 15. URL: <https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>.

⁶⁰ Sarbanes-Oxley Act of 2002. 2019. February 15. URL: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Sarbanes-oxley%20Act%20of%202002.pdf>.

⁶¹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. URL: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Dodd-Frank%20Wall%20Street%20Reform%20and%20Consumer%20Protection%20Act.pdf>.

⁶² Levine T. A., Mathews A. F., Citera G., Dana D. Manipulative Practices Past, Present And Future II Postgraduate Course in Federal Securities Law. American Law Institute. 1990.

5) купівля цінних паперів зацікавленими в результатах розміщення особами в період такого розміщення (крім стабілізаційних торгів);

6) використання обманних схем при розміщенні цінних паперів;

7) введення в оману щодо обставин випуску або продажу цінних паперів, а також шахрайські дії, що належать до купівлі або продажу цінних паперів;

8) оголошення про позачергову виплату дивідендів або дії, що належать до консолідації (дроблення) пакетів акцій, які не підпадають під біржові правила або правила Національної асоціації дилерів ринку цінних паперів (NASD);

9) розміщення котирувань за цінними паперами за відсутності загальнодоступної інформації про їх емітента або такі цінні папери.

Таблиця 1.1

Деякі види маніпулювання, згідно із законодавством США

Назва операції	Визначення	Правозастосування
1	2	3
Фіктивні продажі / фіктивна торгівля (wash sales)	Продаж (торгівля) фінансового інструменту без зміни (бенефіціарного) власника, або здійснювані пов'язаними особами, або здійснювані з періодом 30 днів до продажу, в день продажу та 30 днів після продажу, з метою збільшення обсягу торгівлі та спонукання інвесторів до здійснення торгових операцій, а також штучного зменшення ціни певного цінного папера чи групи таких цінних паперів. Наприклад, з метою впливу на ціну акцій інвестор тримає 100 акцій компанії XYZ та продає ці акції 1 травня, отримуючи збиток, потім купує 100 нових акцій тієї самої компанії 5 травня (та продає їх з прибутком у рамках терміну 30 днів)	Застосовуються адміністративні грошові штрафи, що призначаються у судовому порядку. Згідно із Законом США «Про податкову реформу» від 1984 р. Служба внутрішніх доходів США (Internal Revenue Service, IRS) забороняє синтетичне зменшення податкового навантаження через інвестиційні втрати внаслідок «короткого» продажу фінансового інструменту (з наступною або попередньою купівлею інструменту в межах періоду 30 днів)

Продовження таблиці 1.1

1	2	3
Подвійні угоди (біржові угоди на основі взаємозаліку, дзеркальні угоди; matched orders)	Операції та виставлені заявки одним бенефіціарним власником або пов'язаними особами щодо одночасних продажу та купівлі певного цінного папера за тією самою ціною, спрямовані на створення уявлення активних торгів цінним папером. Так, розміщення заявки на продаж, якщо її ініціаторам відомо, що була або буде розміщена заявка (заявки) на купівлю практично одного обсягу, ціни та проміжку часу	SEC у примусовому порядку вимагається виконання норм цивільного права з накладенням штрафу щодо юридичної особи та її керівництва
Торгові угоди без економічного сенсу (non-economical trading)	Торгівля цінним папером з метою штучного створення великого обсягу торгівлі. Діяльність гравців ринку, спрямована на прив'язку, фіксацію або стабілізацію ціни цінного папера, коли можливості щодо підтримки ціни вичерпуються, що призводить до збитків інвесторів і емітентів	
Поширення хибних відомостей, спрямованих на переконання інвесторів продавати чи купувати певні цінні папери або створення уяви про активні торги цими цінними паперами	У поле зору потрапляють інформаційні повідомлення учасників ринку, представників ЗМІ	

Джерела: Securities Exchange Act of 1934. 2019. February 15. URL: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities Exchange Act Of 1934.pdf>; Wash Sale. 2019. February 15. URL: <https://investinganswers.com/financial-dictionary/stock-market/wash-sale-867>; Market Manipulation and «Noneconomical Trading». 2019. February 15. URL: <http://coralcapital.com/market-manipulation-and-noneconomical-trading>.

З огляду на масштаб ринку та історичну традицію, США і надалі залишатимуться лідером і драйвером на шляху законо-

давчого захисту ринку від зловживань, спонукаючи інші держави (як розвинені, так і ті, що розвиваються) до вдосконалення їхнього законодавства.

1.2.3. Сучасна європейська практика протидії ринковому маніпулюванню

У законодавстві ЄС розрізняють поняття маніпулювання як з окремим фінансовим інструментом, так і з різного роду угодами (контрактами), де такий інструмент слугує базовим активом.

Поняття «ринкове маніпулювання», відповідно до законодавчих актів ЄС⁶³, означає:

1) операції чи заявки на торгівлю, які: (ймовірно) націлені на створення дезорієнтуючих сигналів щодо пропозиції (попиту або ціни) на фінансовий інструмент; проводяться з метою утримання ціни одного або кількох інструментів на її нестандартному (штучному) рівні; в цих випадках особа має довести, що причини проведених нею операцій (поданих заявок) правомірні (законодавчо

⁶³ Регламент про ринкові зловживання № 596/2014. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596>; Директива № 2014/57 про кримінальну відповідальність за ринкові зловживання (зокрема, за ринкові маніпуляції, відповідне пособництво, спроби; інсайдерські угоди, рекомендації, підбурювання осіб до вчинення інсайдерських угод, незаконне розкриття інсайдерської інформації). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0057>; Lovegrove S., Herbst J. EU Market Abuse Regulation: not just an EU compliance issue. 2017. URL: <https://www.regulationtomorrow.com/us/eu-market-abuse-regulation-not-just-an-eu-compliance-issue>.

Регламент про ринкові зловживання № 596/2014 (Market Abuse Regulation, MAR) значно розширив перелік фінансових інструментів, торгових майданчиків та операцій, на які поширюється його дія, зокрема, навіть на операції американських компаній, якщо останні допущені на біржі ЄС/Великої Британії (на заміну Директиви про зловживання на ринку № 2003/6/EC (Market Abuse Directive; MAD, URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32003L0006>). Поряд із зазначеним Регламентом діє Директива № 2014/57 про кримінальну відповідальність за ринкові зловживання (зокрема, за ринкові маніпуляції, відповідне пособництво, спроби; інсайдерські угоди, рекомендації, підбурювання осіб до вчинення інсайдерських угод, незаконне розкриття інсайдерської інформації) (Market Abuse Directive; MAD II). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0057>).

виправдані) та ці операції здійснені за прийнятними ринковими практиками;

2) операції (заявки), при проведенні яких використовуються шахрайські схеми (прилади);

3) поширення будь-яким засобом інформації (новин або чуток) (також висловлювання думок через ЗМІ про сам актив чи його емітента, при цьому тримаючи позицію в цьому активі та не розголошуючи про цю позицію), що вводять в оману (передбачається, що поширювач такої інформації знає про її недостовірність та отримує переваги (вигоду, прибуток) від її поширення);

4) розміщення, відміна або модифікація заявок за допомогою засобів торгів, у тому числі електронні засоби та стратегії, що спричинить перебої у функціонуванні торговельного майданчика, перенасичення заявками;

5) операції, що призводять до погіршення ринкової ліквідності.

Практика ринкових операцій є прийнятною, якщо дає можливість і час учасникам ринку відреагувати на зміни ринкової ситуації, що спричиняє така практика; якщо позитивно впливає на ліквідність та ефективність ринку, передбачається достатній рівень прозорості операцій; не створює ризиків для пов'язаних ринків, корелюючих інструментів тощо; не порушує законодавство (кодекси) щодо запобігання ринковим маніпулюванням; не призводить до кардинальних змін структурних характеристик торгового майданчика, типу учасників (наприклад, не збільшуючи частку роздрібних інвесторів)⁶⁴.

Індикатори ринкового маніпулювання⁶⁵:

– значна частка окремих операцій у денному обсязі операцій за окремим інструментом, коли такі операції спричиняють зміну ціни;

⁶⁴ Стаття 13 Регламенту про ринкові зловживання № 596/2014 (MAR).

⁶⁵ Постанова (Regulation) № 2016/522. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32016R0522>; Market manipulation: AFM: the Dutch Authority for the Financial Markets. Brochure. 2017. URL: https://www.afm.nl/~/_profmedia/files/wet-regelgeving/marktmisbruik/brochure-market-manipulation.pdf (Постанова (Regulation) № 2016/522, серед іншого, деталізуються/доповнюються індикатори ринкової маніпуляції).

– операції без зміни бенефіціарної власності щодо фінансового інструменту;

– значні обсяги наданих заявок (відмінених операцій), що передбачають зміну (балансу) позицій (position reversals) за короткий період і впливають на ціну певного інструменту;

– концентрація операцій у короткий проміжок часу або певний проміжок часу (коли підраховуються орієнтовні (розрахункові) котировки та оціночні значення) в торговій сесії, що призводить до зміни ціни (зміни кращої ціни покупця (продавця));

Будь-які індикатори маніпулювання приймаються за таких умов:

– операціям передувало поширення неправдивої (інсайдерської) інформації (наприклад, особами, які подають заявки, чи пов'язаними з ними особами);

– частка сумнівних операцій в обсязі торгів, обсяг їхнього впливу на ціну та волатильність інструменту, обсяг вигоди (втрат) осіб, що мають домінуючі позиції за інструментом, або зростання співвідношення ризику до прибутку щодо цих осіб і відповідний негативний вплив на це співвідношення у інших учасників торгів.

Прикладами маніпулювання є:

– дії особи чи осіб за спільною згодою з метою отримання домінуючої позиції (наприклад, шляхом скуповування активу) щодо пропозиції (попиту на актив), націлені на досягнення фіксації цін купівлі (продажу) на певному рівні та створення нечесних (неринкових) (unfair) умов торгівлі;

– купівля (продаж) активу на момент закриття (біржових торгів) з метою дезорієнтації інвесторів, що діють на основі цін на момент закриття (біржі);

– операції одних і тих самих власників з певним інструментом на первинному та вторинному ринках з метою продажу інструменту, придбаного при його первинному розміщенні, за вищою ціною;

– подання заявки з ціною вище (нижче) за попередню щодо окремого інструменту без наміру здійснення операції та наступна відміна такої заявки;

– значний обсяг операцій на день закінчення строку відповідного деривативу за фінансовим інструментом, на день перера-

хунку співвідношень ринкового індексу (reweight); в кінці календарного (звітнього) періоду; на час виконання інвесторами своїх зобов'язань за угодами по окремому інструменту;

- операції з метою впливу на певний чи схожий (корелюючий) інструмент на іншому ринку;
- запобігання падінню котировки з метою підвищення кредитних оцінок (покращення банківських (кредитних) ковенантів, оцінки застави) тощо;
- одночасна купівля та продаж інструменту однією і тією ж особою за ціною, відмінною від ринкової;
- інформаційні маніпулювання: під час здійснення угод, нарощення або зменшення позиції, порушення вимог розкриття інформації тощо (у тому числі зазначені дії щодо поширення інформації).

У законодавстві ЄС також регламентуються правила регулювання діяльності бірж (торговельних інституцій), інвестиційних послуг (продуктів) та інформаційної прозорості щодо звітності за операціями з фінансовими інструментами⁶⁶.

Локальні регулятивні документи щодо протидії маніпулюванню на фондовому ринку (як конкретних країн, так і конкретних фондових бірж) не містять принципово відмінних позицій від загальноєвропейських і є в окремих випадках більш деталізованими стосовно елементів (критеріїв) маніпулювання з фінансовими активами.

У Швейцарії, відповідно до положень, які регламентують заборону маніпулювання на ринку⁶⁷, забороненими маніпулюваннями є⁶⁸:

⁶⁶ Директива ЄС № 2014/65 про ринки та фінансові інструменти (MiFID II). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>.

⁶⁷ Директива 22 (Швейцарська фондова біржа) щодо положень, які регламентують заборону маніпуляції на ринку. 2008. URL: https://www.six-group.com/exchanges/shared/download/regulation/archive/participants/until_2010_03_31/directives/sse_dir22_en.pdf.

⁶⁸ Violation of Market Conduct Rules of SIX Swiss Exchange and Scoach Switzerland. 2012. URL: <https://www.six-exchange-regulation.com/dam/downloads/publication/enforcement/participants/sanction-decisions/2012/2012-08-28-decision-sc-01-en.pdf>.

- одночасна купівля та продаж цінних паперів, за яких не змінюється бенефіціарний власник (wash trades), зокрема проведення такої торгівлі через власний рахунок (nostro) торговця (nostro-nostro in-house cross trades);
- купівля та продаж цінного папера для одного й того самого клієнта, «компенсаційні» заявки через одного й того ж торговця, здійснювані між його клієнтами (заборонені, якщо клієнти належать до одного і того ж бенефіціарного власника);
- торгівля за попередніми домовленостями з метою викривлення ринкової ліквідності чи цін (improper matched orders, daisy chains);
- переважання заявок на купівлю чи продаж (ramping, capping, pegging the market);
- формування великого портфеля (позиції) з метою «стиснення» ринку;
- штучні заявки (щодо яких є намір їхньої негайної відміни – bogus orders) на великий портфель фінансового активу в торговій системі (spoofing);
- повторювані заявки з різним рівнем ціни або з одним ціновим рівнем з метою викривлення ринкової ліквідності та створення враження активної торгівлі.

Правила Лондонської фондової біржі (Велика Британія) не дають прямого визначення ціновим та іншим маніпулюванням, але вводять ряд заборон для учасників торгового майданчика⁶⁹: учасники біржі не повинні чинити дії, що призводять до фіктивної торгівлі, встановлення фіктивної ціни та включення останньої до торговельної системи; здійснювати торгівлю за будь-якою ціною, яка відрізняється на нераціональну (необґрунтовану) величину від ціни у торговій системі щодо фінансового інструменту; вносити зміни до заявок (інформації), щоб вплинути на рішення біржі щодо них; торгувати на умовах (за котируваннями), гірших за ринкові (інші). У будь-якому разі учасник має бути готовий довести, що він діяв за принципом чесності та добросовісності при виникненні підозр щодо його операцій (зокрема, статті 1213, 1410, 1420, 3031, 3081).

⁶⁹ Правила Лондонської фондової біржі. 2019. URL: <http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/rules-lse.pdf>.

Більш докладно про практику виявлення маніпулювання та законодавство ЄС про кримінальні санкції за зловживання на ринку капіталу див. у главах 3 та 4.

§ 3. Зловживання на нерозвиненому фондовому ринку: проблеми ідентифікації

Численні наукові теорії та моделі, що пояснюють поведінку цін на фінансові активи та негативний вплив інформаційної асиметрії на об'єктивність ціноутворення на фінансові інструменти, базуються, насамперед, на умовах функціонування розвинених фондових ринків. Такі ринки суттєво відрізняються від незрілих (до яких належить і вітчизняний) за певними чинниками: як за принциповими (зацікавленість емітентів та інвесторів в ефективному та конкурентному залученні та розміщенні капіталу), так і за супутніми (значний розмір, ліквідність, регульованість, прозорість). Ефективність боротьби з інформаційною асиметрією та об'єктивність ціноутворення є тим вищими, чим вищими є ступінь розвитку ринку та ліквідність.

На фондовому ринку України завдяки низці об'єктивних (соціально-економічних) і суб'єктивних (спотворене регулювання) причин відсутні умови та можливості для формування справедливих цін на переважну більшість фінансових інструментів. Виняток становлять лише державні облігації. Будь-які біржові ціни, в тому числі на цінні папери, що використовуються для розрахунку біржових фондових індексів, від самого початку є штучними, а так званих «дійсних» цін на ринку просто не існує. З формальної точки зору, можна припустити, що будь-яке ціноутворення на українському фондовому ринку є маніпулюванням. Це буде підміною понять, оскільки економічна природа маніпулювання полягає в штучному спотворенні саме об'єктивних цін. Об'єктивні ціни можуть сформуватися лише за умов значно вищої ліквідності, конкуренції, адекватного регулювання і тільки за інструментарієм публічних компаній, зацікавлених в існуванні таких об'єктивних цін.

Структурно-функціональні деформації національного фондового ринку та обмеженість (умовність) ціноутворення зумовлюють складнощі виявлення та протидії зловживанням ринком.

1.3.1. Фондовий ринок України: вектори еволюції

З точки зору формальних ознак фондового ринку⁷⁰ та трактування його як сукупності суб'єктів (учасників) ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів), фондовий ринок України відповідає ustalеним канонам. На ринку присутні (і у досить значній кількості) такі учасники:

- емітенти (у тому числі іноземні);
- інвестори (фізичні та юридичні особи, резиденти та нерезиденти), зокрема, інституційні інвестори, у тому числі інститути спільного інвестування (ІСІ), недержавні пенсійні фонди (НПФ), страхові компанії тощо;
- професійні учасники фондового ринку, у тому числі торговці цінними паперами, фондові біржі, компанії з управління активами (КУА), депозитарії та депозитарні установи, особи, що здійснюють клірингову діяльність (ПАТ «Розрахунковий центр», РЦ);
- об'єднання таких професійних учасників, у тому числі саморегулювальної організації.

Впроваджено в обіг багато фінансових інструментів (цінні папери та похідні, деривативи), створено інфраструктуру торгів (фондові біржі), клірингу та розрахунків (депозитарна система), інформаційну (інформаційні та рейтингові агенції, загальнодоступна система розкриття інформації НКЦПФР, аудитори тощо), існують ринкові бенчмарки (індекси).

За міжнародними класифікаціями фондовий ринок України не належить ані до розвинених (*developed*), ані до тих, що розви-

⁷⁰ Стаття 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» отожднює «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів» (регулятор також оперує терміном «ринки капіталу»). Численні законопроекти про регульовані ринки та деривативи містять визначення *ринків капіталу* (ринку фінансових інструментів), які об'єднують фондовий ринок (ринок цінних паперів) та ринок деривативів.

ваються (*emerging*), навіть до граничних (*frontier*), оскільки не відповідає найменшим критеріям розміру та ліквідності й пов'язаний із значними ризиками для іноземних інвесторів.

За класифікацією MSCI Inc⁷¹, Україна належить до *автономних ринків* (*Standalone Markets*) разом з Ямайкою, Панамою, Тринідадом і Тобаго, Боснією та Герцеговиною, Болгарією, Ботсваною, Ганою, Зімбабве та Палестиною. При цьому щодо України та Зімбабве виокремлено найбільше проблемних для інвесторів ознак (12), щодо інших країн кількість проблем є істотно меншою – від 5 (Болгарія) до 9 (Панама, Тринідад і Тобаго), при цьому проблемність менш суттєва та критична.

Критеріям класифікації ринків FTSE Russell⁷² Україна не відповідає взагалі та відсутня навіть у листі очікування, тому не планується для включення до переліку граничних ринків. Цей критерій є значущим не тільки для міжнародних інвесторів, але і входить до складу ключових показників, які характеризують виконання Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року⁷³. Очікування, що до 01.01.2020 р. Україна отримає статус навіть не граничного ринку, а одразу передового ринку, що розвивається (*Advanced Emerging*), поки що вбачається надто оптимістичним.

У своїх оцінках та дослідженнях міжнародні інформаційно-аналітичні агенції акцентують увагу на привабливості ринків, насамперед, для зовнішніх інституційних інвесторів, тож концентруються, більшою мірою, на питаннях валютного регулювання,

⁷¹ MSCI Global Market Accessibility Review. June 2018. URL: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2018_%28FINAL%29.pdf/04dd3b70-487a-8395-912c-89a202b5b4fa.

⁷² FTSE Annual Country Classification Review. 2018. September. URL: <https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update-2018.pdf>.

⁷³ Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Первісна редакція затверджена Постановою Правління НБУ від 18.06.2015 р. № 391, рішенням НКЦПФР від 30.06.2015 р. № 931, Розпорядженням Нацкомфінпослуг від 11.06.2015 р. № 1367. Згодом неодноразово вносилися зміни, зокрема в частині подовження термінів виконання передбачених програмою заходів і ключових показників.

розрахунків і доступності інформації англійською мовою, однак є достатньо об'єктивними.

Так, у звіті MSCI Inc. за червень 2018 р. виокремлюються такі основні проблеми вітчизняного ринку:

- недостатній рівень лібералізації валютного ринку та наявність обмежень руху капіталу; реєстрація рахунків для інвесторів вимагає значної кількості паперових документів, процес складний і вимагає багато часу для завершення;
- регулювання не дотримується належним чином контролюючим органом, тому багато інвесторів торгують поза біржами; не всю інформацію можна знайти англійською;
- були випадки втручання держави, які загрожували стабільності економіки «вільного ринку», що свідчить про недоліки інституційної структури;
- інформація на ринку часто не є повною, не розкривається своєчасно, відсутня англійською мовою, нерівність прав внутрішніх та іноземних інвесторів⁷⁴;
- розрахунковий цикл не є фіксованим (тривалість від T+0 до T+10, а не стандартизовано T+2, як рекомендується); обмеженість торгів і розрахунків за рахунок гарантійних фондів; система розрахунків працює добре лише з нинішніми невеликими обсягами;
- обмежений рівень конкуренції між брокерами, що може спричинити високі торгові витрати.

⁷⁴ Кількаразові згадування MSCI Inc. про відсутність в Україні певної інформації англійською, тобто, незручність для міжнародних інвесторів, цілком очікувані, хоча б з огляду на стан англійської версії офіційного веб-сайту НКЦПФР (з вересня 2017 р. оновлена версія ще працює в режимі дослідної експлуатації): сторінка «Market Data» (як і «Аналіз ринку» на україномовній версії) вичерпується фразою «The section is being developed» (напевне, не вистачає повноважень та інституціональних можливостей для аналізу ринку); на сторінці «Activity reports» розміщені річні звіти про діяльність винятково українською мовою; на попередньому веб-сайті НКЦПФР були перекладені англійською хоча б звіти за 2010–2012 рр., схоже, у попередньої команди регулятора було трохи більше можливостей (чи поваги до іноземних інвесторів); аналогічно на сторінці «Budget» розміщені бюджетні плани та бюджетні звіти тільки українською мовою (це до питання про законотвірчі ініціативи щодо розширення джерел фінансування для регулятора); відсутні переклади нормативно-правових актів, результатів засідань, реєстрів тощо. Загальнодоступна інформаційна база даних НКЦПФР про ринок цінних паперів взагалі не має англійської версії.

Проте ключовою проблемою є низька ліквідність, найнижчим критерієм якої не відповідає ринок капіталу України.

Невтішним є і рейтинг України відповідно до Індексу глобальної конкурентоспроможності, який щорічно публікується Всесвітнім економічним форумом. У рейтингу 2017–2018 рр. Україна посіла 81-е місце серед 137 країн світу (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Динаміка рейтингових позицій України за складовими розрахунку Індексу глобальної конкурентоспроможності, пов'язаними з розвитком ринку капіталу

Складові Індексу	2014–2015	2015–2016	2016–2017	2017–2018	Зміна за 3 роки
Загальний індекс конкурентоспроможності	76	79	85	81	–5
Розвиток фінансового ринку	107	121	130	120	–13
Фінансування через місцевий ринок акцій	108	118	127	114	–6
Захист міноритарних акціонерів	139	134	136	129	+10
Регулювання фондових бірж	127	135	137	134	–7
Доступність венчурного капіталу	97	102	123	118	–21

Джерела: The Global Competitiveness Report 2017–2018. World Economic Forum. September 2017. URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018>; Громадська спілка «Економічний дискусійний клуб». Позиція України в рейтингу країн світу за Індексом глобальної конкурентоспроможності 2017–2018. URL: <http://edclub.com.ua/analytika/pozyciya-ukrayiny-v-reytingu-krayin-svitu-za-indeksom-globalnoyi-konkurentospromozhnosti-2>.

Найгірша ситуація склалася саме з показниками, пов'язаними з розвитком ринку капіталу: за 3 роки позиції України у світі погіршилися на 5–21 сходинку та наразі коливаються в межах 114–134 місця. Незначне поліпшення в частині захисту міноритарних акціонерів, скоріше, є реакцією міжнародних експертів на зміни законодавства про акціонерні товариства, але в українських міноритаріїв погляд на ці реформи може бути значно менш опти-

містичним, зокрема, зважаючи на досить скандальну форму, яку набула в Україні процедура squeeze-out⁷⁵.

Варто звернути увагу на показник регулювання фондових бірж, за яким Україна посідає одне з останніх щаблів у світі⁷⁶. Для НКЦПФР це є черговим приводом для розширення повноважень, але можна дійти висновку, що критерій характеризує саме якість регулювання (здатність регулятора забезпечити стабільність ринку). Вбачається, що причиною негативної оцінки є не стільки недостатність регулювання, скільки загальна недосконалість ринку та суто негативний інформаційний фон навколо організованого ринку, який кілька років поспіль підтримується самим регулятором. Насправді діяльність фондових бірж в Україні сьогодні є навіть зарегульованою, адже НКЦПФР послідовно встановлює дедалі нові вимоги, яких фондові біржі мають безумовно дотримуватися⁷⁷.

⁷⁵ Учасники ринку та представники регулятора бачать основні проблеми застосування squeeze-out (обов'язкового викупу акцій у міноритаріїв власником домінуючого пакета) в складнощах визначення об'єктивної ціни викупу, відсутності довіри між учасниками ринку (торговцями ЦП-міноритаріями та емітентами/мажоритарними власниками), маніпулюванні ціною на біржі (насамперед, завищенні ціни в інтересах міноритаріїв), залученні мажоритаріями «кишенькових» оцінювачів (для роздування чи заниження вартості активів), концентрації капіталу більшості відомих емітентів у власності мажоритаріїв (часто представників ФПГ) та мізерній частці акцій у вільному обігу (free-float). Ці проблеми притаманні не тільки ситуаціям squeeze-out, але й є загальними для ринку через низьку ліквідність і не-об'єктивність цін (як при оцінці оцінювачем, так і за наслідком біржових торгів), а також через фактичну відсутність в Україні публічних компаній (Див.: Тарабкін Д. В чому проблема зі сквіз-аутом. *НВ Бізнес*. 27.03.2018. URL: <https://biz.nv.ua/ukr/experts/v-chomu-problema-zi-skviz-autom-2460362.html>; Антонов С. Сквіз-аут в Україні: від імплементації євродиректив до фарсу. *Дзеркало тижня*. 05.10.2018. URL: https://dt.ua/finances/ckviz-aut-v-ukrayini-vid-implementaciyi-yevrodirektiv-do-farsu-290257_.html).

⁷⁶ У 2017 р. – 134 місце з 137 країн (випереджаючи Молдову, Мавританію, Ємен), у 2016 р. – 137 (передостаннє) місце з 138 (перед Єменом).

⁷⁷ Станом на початок 2019 р. власними нормативно-правовими актами НКЦПФР встановила такі вимоги для фондових бірж: 1) норматив кількості результативних торговельних днів протягом календарного року; 2) 5 пруденційних нормативів; 3) граничні значення зміни ціни цінного папера для зупинення/припинення торгів різними видами цінних паперів протягом торговельного дня (критерії цінової нестабільності); 4) вимоги до визначення поточної ціни, цін відкриття та закриття, біржового курсу (дискретного, на дату визначення, за

1.3.2. Інституалізація фондового ринку в економічній системі держави: детермінанти та особливості

Інституалізація фондового ринку, як і будь-якої сфери економічних відносин у суспільстві, визначається низкою факторів: макроекономічних, соціальних, політичних тощо. У ринково незрілих економічних системах (до яких належить і Україна) крім суто макрофінансових факторів (фінансова глибина економіки, ВВП на душу населення) в процесах інституалізації фондового ринку вагоме значення мають структура власності, рівень монополізації економіки, майнове розшарування суспільства, схильність населення до заощаджень, фінансова грамотність домогосподарств.

Незважаючи на періодичне загострення суспільної критики олігархічних проявів і соціальної нерівності та за даними статистики, Україна не належить до лідерів у світі ані за сукупними статками найзаможніших людей, ані за їхньою кількістю, ані за часткою в економіці, ані за нерівністю в суспільстві в цілому.

Наприклад, за коефіцієнтом Джині⁷⁸, який розраховується ООН та класифікує суспільну нерівність у межах від 0 (повна рівність, кожний має однаковий дохід) до 1 (абсолютна нерівність, одна людина має всі доходи, а всі інші – нульовий дохід), Україна

умови достатньої ліквідності, та середнього за період), капіталізації (дискретної, винятково за умови визначення біржового курсу, в тому числі для контролю ознак фіктивності емітентів, та середньої за квартал, для контролю лістингових вимог), free-float (частки акцій у вільному обігу); 5) вимоги до біржового фондового індексу та цінних паперів, які використовуються для його розрахунку; 6) порядок оприлюднення інформації про торги; 7) вимоги до видів заявок та окремих режимів торгів (адресний, безадресний, РЕПО, розміщення, односторонні аукціони); 8) умови допуску та контролю цінних паперів до торгів, лістингові вимоги, критерії контролю ознак фіктивності емітентів, критерії ліквідності цінних паперів, які виступають як забезпечення при здійсненні маржинальних операцій; 9) умови доступу та контролю брокерів, вимоги для маркет-мейкерів; 10) вимоги до електронної торговельної системи, захисту інформації, використовуваного ПЗ тощо.

⁷⁸ GINI index (World Bank estimate). World Bank, Development Research Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI>.

в 2017 р. посіла перше місце у світі⁷⁹ з показником 0,25, випереджаючи Словенію, Норвегію, Словаччину та Чехію⁸⁰. Так само Україна знаходиться серед лідерів і за децильним коефіцієнтом, який характеризує співвідношення доходів 10% найбільш заможних мешканців країни та 10% найбідніших.

Це не зовсім узгоджується з іншими показниками України – найнижчим рівнем ВВП на душу населення в Європі (109 місце у світі у 2017 р., за даними ООН), одним з найнижчих показників у світі за чистими фінансовими активами на 1 дорослого⁸¹, найбільш нещасним населенням в Європі (138 місце зі 156 у світі у 2018 р. за рівнем щастя⁸²) тощо.

⁷⁹ Inequality index: where are the world's most unequal countries? *The Guardian*. 26.04.2017. URL: https://www.theguardian.com/inequality/datablog/2017/apr/26/inequality-index-where-are-the-worlds-most-unequal-countries?CMP=share_btn_fb; Індекс нерівності: Україна стала лідером серед країн із найменшим розривом між бідними та багатими. *УНІАН*. 27.04.2017. URL: <https://www.unian.ua/society/1897869-indeks-nerivnosti-ukrajina-stala-liderom-sered-krajin-iz-naymenshim-rozrivom-mij-bidnimi-ta-bagatimi.html>.

⁸⁰ Найгірші показники мають Південна Африка (0,63), Намібія, Гаїті (по 0,61), Ботсвана (0,60), Центральноафриканська Республіка (0,56). Проміжні показники в деяких країнах: Білорусь, Фінляндія, Казахстан, Молдова – 0,27, Данія, Бельгія, Румунія – 0,28, Швеція, Нідерланди – 0,29, Угорщина та Хорватія – 0,30, Німеччина, Польща, Японія, Ірландія – 0,32, Велика Британія, Франція, Швейцарія, Естонія, Вірменія – 0,33, Кіпр, Латвія – 0,34, Італія – 0,35, Грузія, Греція, Португалія – 0,36, Болгарія, Литва – 0,37, Російська Федерація, Таїланд – 0,38, Іран, Ефіопія – 0,39, США, Китай, Туреччина, Аргентина – 0,42, Мексика, Того – 0,43, Болівія, Еквадор – 0,45, Чилі, Гватемала, Парагвай – 0,48, Гондурас, Руанда – 0,50, Бразилія, Колумбія – 0,51, Мозамбик – 0,54. Україна має схожі показники нерівності з двома різними групами країн: постсоціалістичними та західноєвропейськими (насамперед, скандинавськими, з високими соціальними гарантіями та стандартами життя). Різниця принципова: в одних (Норвегія, Фінляндія, Швеція) показники нерівності низькі через незначну частку бідних, в інших (Україна, Молдова, Білорусь) – через незначну частку заможних.

⁸¹ Середні чисті фінансові активи на дорослого: Україна – 1224 дол., світ – 56 541 дол., Європа – 135 163 дол. Медіанне значення: Україна – 133 дол. (169 місце), світ – 3582 дол., Європа – 14 851 дол. (Див.: Credit Suisse Research Institute. *Global Wealth Report 2017*, November 2017. Editors: Anthony Shorrocks; Jim Davies; Rodrigo Lluber. URL: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-report-2017-en.pdf>).

⁸² World Happiness Report 2018. URL: <http://worldhappiness.report/ed/2018>.

Можливо, цей дисбаланс пояснюється статистичними складнощами через значну частку тіньової економіки⁸³ та обмеженість даних про реальні статки домогосподарств, насамперед, найбільш заможних українців. Реальний вплив цих осіб на національну економіку було оцінено, користуючись статистикою мільярдерів Forbes⁸⁴.

У табл. 1.3 виокремлено 20 країн з ВВП понад 100 млрд дол. та значною чисельністю населення. У цих 20 країнах сконцентровано 59% глобального ВВП та 81% багатства найзаможніших осіб, співвідношення сукупних статків мільярдерів і ВВП перевищує середньосвітовий рівень⁸⁵. Україна займає передостаннє місце з показником 11,8%, що є близьким до середньосвітового значення (11,3%).

Зазначені країни суттєво відрізняються за розвитком і рівнем життя населення: діапазон коливань ВВП на душу населення за паритетом купівельної спроможності сягає 13 разів: від 7–9 тис. дол. (Індія, Філіппіни, Україна) до 65–94 тис. дол. (Сінгапур, Ірландія, Швейцарія). Ані в цій вибірці, ані за всіма 70 країнами, в яких мешкають мільярдери, не спостерігається суттєвої кореляції між рівнем життя населення та статками мільярдерів, їх часткою у ВВП (рис. 1.2), розміром економіки.

Проте існує тісний зв'язок⁸⁶ між сукупними статками (та кількістю) мільярдерів і розміром економіки (ВВП). Це вбачається цілком природним: саме на ємних, значних за розміром ринках,

⁸³ У 2017 р. оцінювалася Міністерством економічного розвитку і торгівлі України за різними методами в межах 21–48% (в середньому 32%), в 2014 р. – в межах 31–58% (в середньому 43%). (Див.: Тенденції тіньової економіки. URL: <http://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=e384c5a7-6533-4ab6-b56f-50e5243eb15a&tag=TendentsiiTinivoiEkononiki>).

⁸⁴ У 2018 р. до рейтингу увійшли 2208 мільярдерів з 70 держав (7 – з України), сукупні статки 9,1 трлн дол.

⁸⁵ Фактично за цим показником лідирують держави з незначним ВВП (1–20 млрд дол.) та населенням, у тому числі «податкові гавані». Зокрема, в таких державах, як Монако, Кіпр, Ліхтенштейн, Гернсі статки місцевих мільярдерів сягають 66–98% ВВП. Проте навряд чи ці специфічні приклади є релевантними, в тому числі для України.

⁸⁶ Коефіцієнти кореляції перевищують 0,96.

Таблиця 1.3

Статки мільярдерів та їх роль в економіці окремих країн світу у 2017 р.

Країни	ВВП		Статки мільярдерів			Частка статків мільярдерів/частка ВВП, %	ВВП (ПКС) на 1 особу, тис. дол.
	млрд дол.	частка у світі, %	млрд дол.	частка у світі, %	% ВВП		
Росія	1 577,5	1,96	409,3	4,50	25,9	2,30	25,53
Ліван	51,8	0,06	13,3	0,15	25,7	2,27	14,68
Швеція	538,0	0,67	124,6	1,37	23,2	2,05	50,07
Таїланд	455,2	0,56	93,3	1,03	20,5	1,82	17,87
Сінгапур	323,9	0,40	64,5	0,71	19,9	1,77	93,91
Малайзія	314,5	0,39	61,8	0,68	19,7	1,74	29,43
Швейцарія	678,9	0,84	123,8	1,36	18,2	1,62	65,01
Філіппіни	313,6	0,39	55,5	0,61	17,7	1,57	8,34
Індія	2 597,5	3,22	440,1	4,84	16,9	1,50	7,06
Ізраїль	350,9	0,43	57,0	0,63	16,2	1,44	38,41
США	19 390,6	24,03	3 096,7	34,03	16,0	1,42	59,53
Німеччина	3 677,4	4,56	578,7	6,36	15,7	1,40	50,72
Чилі	277,1	0,34	41,9	0,46	15,1	1,34	24,09
Чеська Республіка	215,7	0,27	30,1	0,33	14,0	1,24	36,92
Данія	324,9	0,40	43,7	0,48	13,5	1,19	50,54
Франція	2 582,5	3,20	320,4	3,52	12,4	1,10	42,78
Мексика	1 149,9	1,43	141,0	1,55	12,3	1,09	18,15
Китай, Гонконг, Тайвань, Макао	12 629,5	15,65	1 540,9	16,93	12,2	1,08	16,81
Україна	112,2	0,14	13,2	0,15	11,8	1,04	8,67
Ірландія	333,7	0,41	38,2	0,42	11,4	1,01	76,31
ТОП-20	47 954	59,43	7 332	80,57	15,3	1,36	53,32
Світ	80 684	100,0	9 100	100,0	11,3	1,00	16,96

Джерела: 32nd Annual World's Billionaires Issue. Forbes. March 2018. URL: <https://www.forbes.com/sites/forbespr/2018/03/06/forbes-32nd-annual-worlds-billionaires-issue/#5bfdb77d10e0>; World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org>.

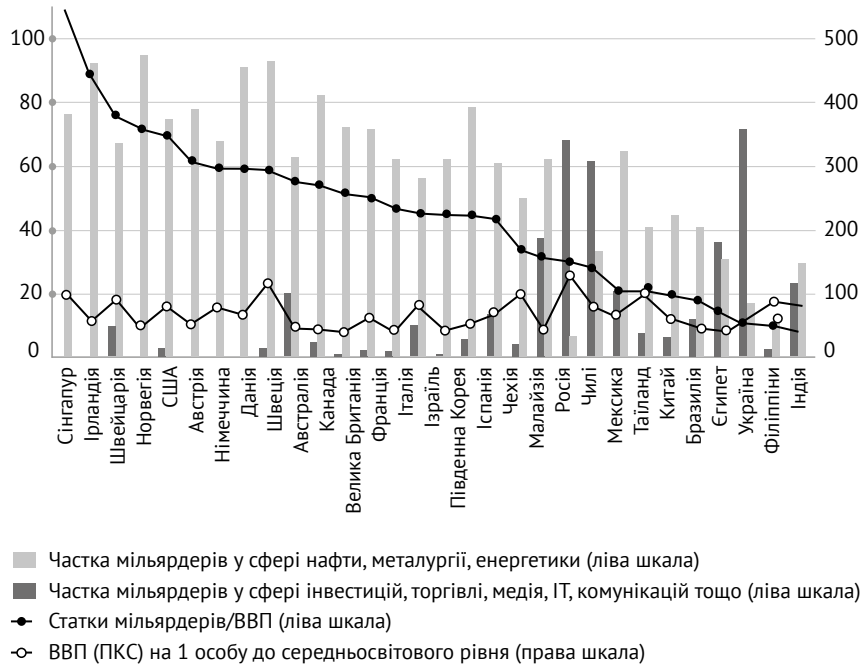


Рис. 1.2. Роль та галузева спеціалізація активів мільярдерів у економіках окремих країн у 2017 р., %

Примітка: У певних випадках класифікація за галузевою спеціалізацією стикається з методологічними складнощами через існування значно диверсифікованих холдингів, де важко виокремити домінуючу галузь.

Джерела: 32nd Annual World's Billionaires Issue, Forbes. March 2018. URL: <https://www.forbes.com/sites/forbespr/2018/03/06/forbes-32nd-annual-worlds-billionaires-issue/#5bfbdb77d10e0>; World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org>.

де хоч існує жорстка конкуренція, але є передумови для накопичення значних фінансових ресурсів і консолідації активів.

Особливості моделі поведінки найбільш заможних людей у різних країнах, які співставні за розміром економік, але принципово відмінні за розвитком і рівнем життя населення, великою мірою визначаються не тільки якістю життя, ступенем свободи або обмеженнями бізнесу, торгівлі, інвестицій, захистом власності

та інших прав, податковим режимом, якістю функціонування суспільних інститутів, конкуренцією, але й галузевою спеціалізацією активів, контрольованих мільярдерами.

На рис. 1.2 представлено дані 30 країн світу, в яких частка статків мільярдерів у ВВП становить $\geq 8\%$. У цих 30-ти країнах сконцентровано 89% загальної кількості мільярдерів, 93% їх статків, 76% глобального ВВП. Країни розташовані за зменшенням рівня ВВП на душу населення (% до середньосвітового значення). Помітна відсутність кореляції між рівнем ВВП на 1 особу та часткою статків мільярдерів до ВВП. Натомість між рівнем ВВП на душу населення очевидний прямий зв'язок з часткою вкладень мільярдерів у галузі, пов'язані з інвестиціями, торгівлею, медіа, ІТ, комунікаціями, та, навпаки, зворотний зв'язок з часткою вкладень мільярдерів у галузі, пов'язані нафтою, газом, енергетикою та металургією⁸⁷.

Найвища концентрація активів мільярдерів у «сировинних» галузях і найменша у «фінансових» спостерігається в Україні та РФ, що є однією з причин низьких значень і темпів зростання якості життя, – на відміну, наприклад, від Китаю та Індії, де пріоритети інвестицій мільярдерів більш збалансовані та сприятливі для інноваційного розвитку цих країн.

Отже, є підстави стверджувати, що:

- зацикленість найбільш заможних людей на інвестуванні в сировинні галузі консервує сировинний характер економіки, знижує конкурентоспроможність, зменшує привабливість для зовнішніх інвестицій і не сприяє підвищенню якості життя для населення країни;

- спеціалізація мільярдерів і контрольованих ними ФПГ на сировинних галузях може пояснюватися тим, що саме в цих сферах простіше досягти монопольного або принаймні олігопольного становища з метою максимізувати прибутки за наслідком концентрації власності;

- розвинений локальний (внутрішній) фондовий ринок для таких мільярдерів (їх можна відносити до олігархів через домінування у стратегічних галузях економіки) не є необхідним (доціль-

⁸⁷ Коефіцієнти кореляції становлять, відповідно, 0,78 та -0,51.

ним), оскільки відсутня зацікавленість у ринковій оцінці активів (наявних і привабливих для придбання), адекватній вартості робочої сили, об'єктивному оподаткуванню;

– формування прибутків і залучення інвестицій для розвитку підконтрольних підприємств (бізнесів) здійснюється, насамперед, за межами країни, де розташовані виробничі активи мільярдерів, в інших, більш привабливих юрисдикціях з ліквідними та ємними ринками капіталу.

Саме через нерозвиненість фондового ринку в Україні вкрай неефективно проведена приватизація, найбільш значущі, стратегічні активи сконцентровані (а за наслідком squeeze-out – повністю придбані) обмеженим колом власників, залишається недостатньо ефективним управління активами у власності держави, низька якість ринкової оцінки активів, не захищаються належним чином права інвесторів, існують прояви обмеження конкуренції, недостатньо фінансових стимулів для впровадження інновацій.

1.3.3. Деформації фондового ринку: інституційно-функціональний вимір

1.3.3.1. Емітенти та інструменти

В Україні на початок 2018 р. наявні 10 тис. емітентів, які випустили понад 11 тис. випусків цінних паперів (ЦП) та деривативів, які наразі знаходяться в обігу: 8 тис. випусків акцій публічних і приватних акціонерних товариств (АТ), у тому числі акцій КІФ, 0,2 тис. випусків державних облігацій (емітент – Мінфін), 1,7 тис. випусків облігацій підприємств (державних і недержавних), 1,1 тис. випусків інвестиційних сертифікатів, 0,2 тис. серій строкових контрактів та опціонних сертифікатів⁸⁸.

⁸⁸ Тут і далі в якості найбільш актуальних даних щодо фондового ринку України зазвичай застосовуються статистичні відомості за 2017 рік, зважаючи на те, що авторам був доступний звіт НКЦПФР лише за 2017 рік. Натомість звіт НКЦПФР за 2018 рік наприкінці липня 2019 року все ще не був оприлюднений, хоча учасники фондового ринку, в лівовій частині яких штат значно менший за регулятора, зобов'язані звітувати значно оперативніше.

Це немало. За даними WFE⁸⁹, на початку 2018 р. у світі в біржовому обігу знаходилися акції 50 тис. емітентів⁹⁰, у тому числі 5,8 тис. в Індії (BSE India Ltd, National SE of India Ltd), 5,2 тис. у США (Nasdaq, NYSE), 3,6 тис. в Японії (Japan Exchange Group Inc.), 3,5 тис. у Китаї (Shenzhen SE, Shanghai SE), 3,3 тис. у Канаді (TMX Group), 3,1 тис. у Іспанії (BME Spanish Exchanges), а в середньому – лише 0,6 тис. емітентів на 1 майданчик. Натомість в одній лише Україні в обігу знаходиться 8 тис. випусків акцій – *більше за біржовий ринок будь-якої країни світу*. На перший погляд в Україні є чим торгувати і в що інвестувати, але насправді дуже мало з цих тисяч випусків акцій українських емітентів допущені до торгів, а ще менше торгуються. З іншими видами цінних паперів ситуація аналогічна: *інструментарій на ринку є, але попит мізерний, адже більшість інструментів неліквідні та непривабливі*.

Емітенти та їх цінні папери мають різний статус, відповідно до таких чинників:

- місце обігу (на організаційно оформленому, регульованому, біржовому ринку або на неорганізованому, позабіржовому ринку);
- форма допуску до торгів на регульованому ринку (лістингові, які включені до біржового реєстру та відповідають вимогам певного рівня лістингу (ринку)⁹¹ або позалістингові, які відповідають лише мінімальним вимогам щодо допуску до торгів);
- ступінь публічності емітента (в контексті організаційно-правової форми – публічні або приватні компанії; в контексті наявності інформації про емітента та його цінні папери – макси-

⁸⁹ World Federation of Exchanges. URL: <https://www.world-exchanges.org>.

⁹⁰ Частина з них має одночасний обіг на кількох торговельних майданчиках. Крім дублювання статистика World Bank свідчить про 43 тис. емітентів акцій, але лідери ті ж самі: 5,6 тис. в Індії, 4,3 тис. у США, 3,6 тис. в Японії, 3,5 тис. у Китаї, 3,3 тис. у Канаді, 3,1 тис. в Іспанії.

⁹¹ До останнього часу в Україні існували 2 рівні лістинга, але рішенням НКЦПФР від 03.08.2018 р. № 546 такий розподіл лістингових цінних паперів було скасовано. Є практика виокремлення специфічних вимог для окремих ринків (РЕПО, розміщення, аукціон). Біржі країн-членів ЄС часто виокремлюють головний ринок (Main Market), де встановлено найвищі вимоги допуску до торгів, та інші майданчики (ринки), створені для залучення капіталу та обігу різних видів цінних паперів (акцій, облігацій, цінних паперів ІСІ), наприклад, на Варшавській фондовій біржі функціонують майданчики NewConnect, Catalyst, BondSpot.

мальна транспарентність, доступність і деталізація інформації або обмеженість доступу та складу інформації);

- ступінь ліквідності цінних паперів (висока ліквідність торгів на біржі, віднесення акцій до так званих блакитних фішок (blue chips) і включення до бази розрахунку фондового індексу або мінімальна чи відсутня ліквідність, епізодичність угод поза біржами);
- форма пропозиції цінних паперів (публічна, всім охочим або приватна, обмеженому колу осіб) тощо.

На одному полюсі перебувають публічні АТ, які здійснюють публічну пропозицію для залучення капіталу, детально розкривають інформацію, пройшли лістинг на головному ринку фондової біржі, характеризуються високою ліквідністю обігу та інвестиційною привабливістю цінних паперів, які включені до бази розрахунку фондових індексів і належать до блакитних фішок). На іншому ж полюсі – приватні компанії, які пропонують свої цінні папери обмеженому колу осіб, розкривають мінімальний обсяг інформації та не ініціювали допуск цінних паперів на жодному торговельному майданчику. Між цими полюсами є широкий спектр проміжних статусів.

На жаль, в Україні лівова частка емітентів у цьому спектрі значно ближча до непублічних, а визначити блакитні фішки та публічні компанії можливо лише умовно.

Тисячі наявних ПАТ є публічними тільки за назвою. Жодного первинного публічного розміщення (ІРО) за 1991–2018 рр. в Україні не було і не планується (хоча випадків проведення ІРО щодо українських активів на іноземних біржах вистачає), тому жоден емітент акцій не здійснював публічну пропозицію саме в Україні і не може повноцінно розглядатись як публічна компанія⁹².

На початок 2018 р. з 11 тис. випусків ЦП, що перебувають в обігу та обліковуються в депозитарній системі, до торгів на фондових біржах допущено лише 7,9% випусків, угоди за 2017 р. укла-

⁹² Перший випуск цінних паперів в Україні у формі публічної пропозиції відбувся лише у квітні 2019 р. і стосувався облігацій АТ «Таскомбанк». Натомість емітенти акцій, які б здійснили публічну пропозицію, дотепер відсутні (попри прийняття змін до законодавства, які дали таку можливість, ще 16.11.2017 р.). Недивно, що на початку червня 2019 р. усе ще відсутній перелік публічних пропозицій, який має вести регулятор на власному веб-сайті (відповідно до рішення НКЦПФР від 21.06.2018 р. № 424).

далися щодо 2,8%, пройшли лістинг (включені до біржового реєстру) 2,4% (табл. 1.4). Одна з причин – лістингові вимоги в Україні, які навіть після певної лібералізації наприкінці 2018 р. іноді є жорсткішими за вимоги деяких бірж країн Європи та директив ЄС⁹³, хоча тривалий період лістинг для багатьох українських емітентів мав примусовий характер⁹⁴.

⁹³ Изменение законодательства об ИСИ: спешить медленно. *StockWorld*. 15.06.2016. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/izmienieniie-zakonodatielstva-ob-isi-spieshit-miedliennie>; Король В. Лістинг по-українськи: бий своїх, щоб чужі боялись. *Економічна правда*. 25.07.2017. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2017/07/25/627444>.

⁹⁴ Перша редакція Закону України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. № 514-VI вимагала від тисяч відкритих АТ не тільки змінити організаційно-правову форму на публічну, а документарну форму існування акцій – на бездокументарну, але й обов'язково пройти процедуру лістингу та залишатись у біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі. При цьому виконати лістингові вимоги значна частка акціонерних товариств була гарантовано неспроможна, а зміна типу на ПрАТ була пов'язана із суттєвими складнощами (зокрема, акціонерні товариства з кількістю акціонерів понад 100 взагалі не могли існувати в формі ПрАТ). Акції ПрАТ, навпаки, могли торгуватися на фондових біржах лише в режимі аукціону. Законом від 03.02.2011 р. № 2994-VI вимоги для ПАТ було лібералізовано: стало достатнім включення акцій до біржового списку, а не біржового реєстру (хоча, зі зростанням обмежень щодо допуску до біржових торгів і ця вимога складала проблеми для частки компаній). Водночас опосередковано на емітентів могли впливати інші учасники ринку, оскільки фінансові інститути (банки, ІСІ, НПФ) могли інвестувати винятково у лістингові цінні папери, а впровадження у 2012 р. особливого податку за операціями з відчуження цінних паперів (аналогу акцизного збору) передбачало пільгову ставку саме для лістингових цінних паперів. Законом від 07.04.2015 р. № 289-VIII стало дещо простіше змінити тип АТ на приватне (відмінено обмеження щодо кількості акціонерів ПрАТ), але було відновлено вимогу для ПАТ щодо обов'язкового проходження процедури лістинга та перебування акцій у біржовому реєстрі, до того ж, лістингові вимоги були значно підвищені. Остаточну норму про обов'язковий лістинг для ПАТ було лібералізовано лише Законом від 16.11.2017 р. № 2210-VIII, хоча вимога про допуск до біржових торгів для ПАТ залишається чинною. Варто згадати, що державою ще під час приватизації ініціювалося створення підприємств саме у формі відкритих АТ, багато учасників фінансового ринку можуть функціонувати винятково в формі АТ, тож від самого початку емітенти акцій стикалися з примусовими законодавчими обмеженнями. Натомість у ЄС кожен емітент самостійно, без втручання держави, приймає рішення щодо типу акціонерного товариства, форми пропозиції (публічна/приватна), доцільності допуску до біржових торгів і проходження процедури лістингу.

Таблиця 1.4

**Розрахунок частки цінних паперів, що було залучено
до біржового ринку у 2017 р.**

Види ЦПц	Кількість випусків, шт.				Випусків в обігу, %		
	в обігу	допу- щено до торгів	бір- жовий реєстр	угоди за рік	допу- щено до торгів	бір- жовий реєстр	угоди за рік
Акції, в т. ч. акції КІФ	8 001	409	8	116	5,1	0,1	1,4
Облігації підприємств	1 686	119	12	75	7,1	0,7	4,4
Інвестиційні сертифікати	1 137	75	1	12	6,6	0,1	1,1
Державні облігації	243	243	242	77	100,0	99,6	31,7
Опціонні сертифікати	48	28	0	26	58,3	0,0	54,2
Усього	11 115	874	263	306	7,9	2,4	2,8

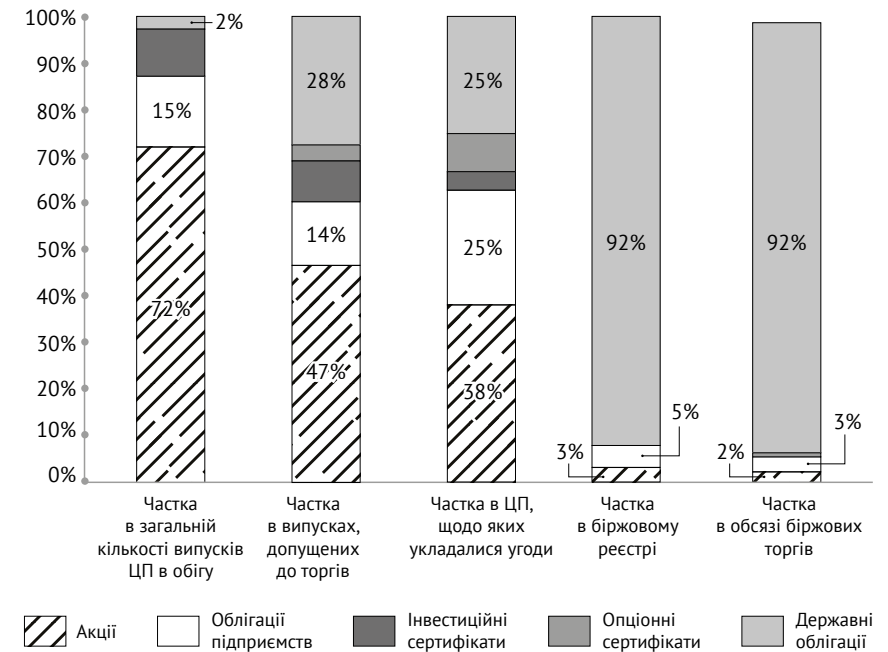
Примітка: Виключено дублювання ЦП, які допущені до торгів на кількох біржах.

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; Річні звіти НДУ. URL: https://csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=4863&Itemid=292&lang=ua.

Найгірша ситуація з пайовими ЦП (акціями та інвестиційними сертифікатами): лише 5–6% випусків залучено до торгів на фондових біржах, лише за 1% уклалися угоди протягом року, лише 0,1% є лістинговими. Облігації підприємств торгуються більше (щодо 4% випусків уклалися угоди) та проходять лістинг (0,7% випусків).

Державні облігації в обов'язковому порядку допущені до торгів, майже не торгуються поза біржами, зазвичай мають лістинговий статус і є значно цікавішими для інвесторів: щодо 32% випусків протягом року уклалися біржові угоди на вторинному ринку, наявні регулярні результативні розміщення на первинному ринку.

Рис. 1.3 ілюструє ступінь інтересу учасників ринку до окремих видів цінних паперів.



**Рис. 1.3. Інструментарій фондового ринку в розрізі видів
цінних паперів у 2017 р., %**

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; Річні звіти НДУ. URL: https://csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=4863&Itemid=292&lang=ua.

Потенційно найбільшу роль у доступному інструментарії на ринку у цілому та на біржах відіграють акції (72% випусків в обігу, 47% біржових списків), але попит на них значно нижчий (38% випусків, з якими реально уклалися угоди, та лише 2% обсягу біржових торгів). І навпаки, на державні облігації припадає лише 2% доступного ринку інструментарію та 28% біржових списків, але саме на ці інструменти публічного боргу держави припадає найбільша частка випусків, з якими уклалися угоди (25%), та лівова частка обсягу біржових торгів (92%). Лістинговий статус проте є значущим для інвесторів (принаймні, інституційних), оскільки структура біржових торгів

у розрізі інструментів досить близька до структури біржового реєстру.

Отже, незважаючи на існування десяти тисяч українських емітентів реальний інтерес інвестори виявляють до цінних паперів лише 1 емітента (Мінфіна) – через надійність, прогностованість, лістинговість, регулярні розміщення нових випусків, диверсифікацію (за строком, валютою), максимальний обсяг оперативної та загальнодоступної інформації та, найголовніше, максимальну ліквідність.

1.3.3.2. Інвестори

За даними депозитарних установ, за 2017 р. кількість рахунків власників цінних паперів становить 4,48 млн. Деякі власники мають кілька рахунків, але в будь-якому випадку йдеться про кілька мільйонів осіб, переважно фізичних. Проте не варто вважати цих власників такими ж активними інвесторами, які десятками мільйонів⁹⁵ торгують на провідних фондових ринках світу та є драйверами їхнього зростання, в тому числі завдяки поширенню технологій Інтернет-трейдингу⁹⁶. Переважну кількість власників цінних паперів в Україні вважають «сплячими», оскільки вони отримали цінні папери (насамперед, акції) під час приватизації та дотепер не можуть їх позбутися. В Україні декларується 10 тис. Інтернет-трейдерів (фізичних осіб), але серед них лише 4% активних трейдерів (укладали угоди принаймні раз на місяць)⁹⁷. Реальна кількість інвесторів – фізичних осіб (у тому числі Ін-

⁹⁵ За наслідками опитування Gallor (2016 р.), 52% американців віком від 18 років мали активи в цінних паперах; всього кількість приватних інвесторів за 1999–2016 рр. коливається в межах 52–65 млн осіб. В Японії у 2016 р. кількість приватних інвесторів на фондовому ринку оцінювалась у 49 млн осіб (39% населення). Зазвичай частка населення країни, що інвестує в цінні папери (насамперед, акції), корелює з рівнем життя (ВВП на душу населення), розвитком і розміром ринку. В Китаї цей показник становить 10%, в Індії – 2%, в РФ – 1%, в Україні – близько 0,01%.

⁹⁶ Вовлеченность населения в инвестиционный процесс. *БКС Экспресс*. 24.04.2017. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/vovlechennost-naseleniia-mira-v-investitsionnyi-protsess>.

⁹⁷ *UX Review*. 2017. № 27. URL: <http://fs.ux.ua/f/2325/27-ux-review-done.pdf>.

тернет-трейдерів), що є клієнтами членів фондових бірж і в чій інтересах хоча б раз на рік укладалися біржові угоди, становить близько 3 тис.⁹⁸.

Фізичні особи беруть участь в інвестуванні опосередковано: за даними УАІБ та Нацкомфінпослуг, на початок 2018 р. кількість фізичних осіб – учасників ІСІ становила 256 тис., а фізичних осіб, які уклали пенсійні контракти з НПФ, – 51 тис.⁹⁹.

Вартість цінних паперів у власності пересічних інвесторів – фізичних осіб (резидентів), вкрай незначуща: 40,7 млрд грн (за даними депозитарних установ на 01.01.2018 р., за номіналом – 2% сукупних вкладень), у тому числі 4,5 млрд грн у державні облігації (за даними НБУ на 31.08.2018 р., за сумою основного боргу – 0,6% сукупних вкладень¹⁰⁰). Це значно менше за обсяги депозитів, фінансові потоки заробітчан, не кажучи вже про напівміфічні десятки мільярдів доларів населення «під подушками»¹⁰¹.

⁹⁸ За даними звіту НКЦПФР за 2016 р., кількість унікальних інвесторів-фізичних осіб на біржовому ринку акцій склало 2 тис., деривативів – 1,9 тис., інших ЦП – ще менше. З урахуванням дублювання (значна частка пересічних інвесторів оперує кількома інструментами одночасно), загальна кількість пересічних інвесторів на біржовому ринку не перевищує 3 тис. У звіті НКЦПФР за 2017 р. така інформація вже відсутня.

⁹⁹ УАІБ: Аналітичний огляд результатів діяльності ринку управління активами за 4 квартал та 2017 рік. URL: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/266015.html; Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31.12.2017. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/17_Dep_Repetska/NPF_IV_kv%202017.pdf.

¹⁰⁰ Станом на 01.06.2019 – вже більше ніж вдвічі (9,5 млрд грн, 1,2% сукупних вкладень в ОВДП), що свідчить про значний попит населення на інструменти державного боргу. Див.: ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/T-bills_debt.xls.

¹⁰¹ Оцінки за номінальною вартістю є достатньо умовними, оскільки поточна вартість ЦП (особливо, пайових) може бути вище/нижче за номінальну. Проте той факт, що вкладення населення становлять лише 2% депозитарних активів, достатньо показовий для оцінки ступеня його зацікавленості в інструментах фондового ринку. Така оцінка вкладень населення в інструменти фондового ринку (40,7 млрд грн, 1,5 млрд дол.) становить лише 1,4% ВВП (3 трлн грн у 2017 р.), в 12,4 раз менша за обсяги депозитів фізичних осіб (0,5 трлн грн), в 7,3 раз менша за кошти, що надходять до України від заробітчан (у 2018 р. за оцінками НБУ – 10,9 млрд дол.).

Обсяг вкладень *нерезидентів* у ЦП на початок 2018 р. становив 161 млрд грн (за даними депозитарних установ, за номіналом, на 148 млрд грн менше за попередній рік, 8% сукупних вкладень); частка угод в інтересах нерезидентів на ринку у 2017 р. склала менше ніж 12% (найнижче значення за принаймні 12 років публікації НКЦПФР такої статистики, у 2006 р. сягала 37%); наявний відплив капіталу нерезидентів з фондового ринку (рис. 1.4).

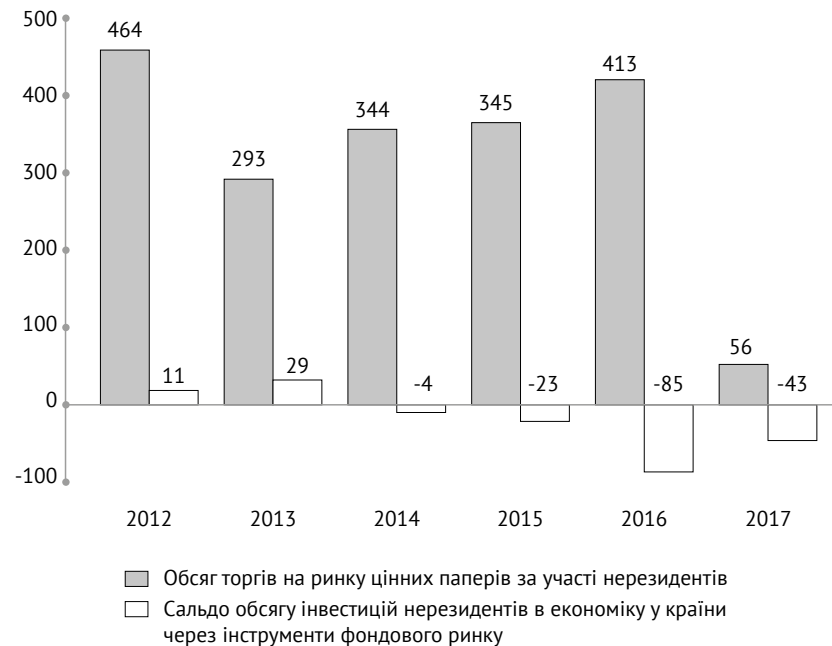


Рис. 1.4. Результати торгів на фондовому ринку за участю нерезидентів у 2012–2017 рр., млрд грн

Джерело: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>.

Дані звітів НКЦПФР свідчать про негативне сальдо обсягу інвестицій нерезидентів через інструменти фондового ринку протягом 4 років (рис. 1.4; за 2014–2017 рр. відтік капіталу іноземних інвесторів з фондового ринку сягнув 155 млрд грн, або 6 млрд дол.).

та скорочення обсягу операцій за участі нерезидентів (за 2012–2017 рр. – з 58 млрд дол. до 2 млрд дол.).

Не надто рятують ситуацію й *інституційні інвестори*, в тому числі інститути спільного інвестування (ІСІ), недержавні пенсійні фонди (НПФ), страховики, а також банки. По-перше, недостатньо ресурсів, оскільки накопичені фінансовими інститутами активи (крім банків) навіть сукупно менші за ВВП України, на відміну від середньосвітових показників (рис. 1.5), а суверенні фонди добробуту відсутні¹⁰². По-друге, українські фінансові інститутикладають у ЦП незначну частку активів.

Сукупні вкладення фінансових інститутів у цінні папери на початок 2018 р. становлять 0,4 трлн грн, що є еквівалентним 19,4% їхніх активів (табл. 1.5) та 14,1% ВВП України.

Серед фінансових інститутів України банки є найзначущими за розмірами активів (1,84 трлн грн, 85% сукупних активів фінансових інститутів, 62% ВВП¹⁰³) та вкладень у ЦП (362 млрд грн, 86,1% сукупного портфеля фінансових інститутів). Крім того, банки – це єдині фінансові інститути, вкладення яких в ЦП за останні 3 роки зросли (табл. 1.5). Банки інвестують майже винятково в державні облігації (97,3% портфеля, 19,1% активів¹⁰⁴). Сукупні вкладення банків в акції з 2014 р. скоротилися з 7 до 1 млрд грн (з 1,9% до 0,3% портфеля). Для деяких банків неможливість продажу ЦП (насамперед, акцій) за цінами, співставними з балансовими,

¹⁰² За даними Sovereign Wealth Fund Institute, сукупний обсяг активів під управлінням найбільших суверенних фондів добробуту в світі в серпні 2018 р. становить понад 8 трлн дол., тобто 10% світового ВВП. Ці державні інвестиційні фонди створюються, насамперед, країнами-експортерами нафти та газу. У деяких країнах (Норвегії, Саудівській Аравії, Сінгапурі, Кувейті, Гонконзі, Катарі, Лівії, Брунеї) обсяги суверенних фондів вже перевищують річний національний ВВП.

¹⁰³ Співставно з середньосвітовим показником – 69% (у тому числі у Гонконзі – понад 250%, Афганістані – 4%).

¹⁰⁴ Співставно з медіанним показником частки облігацій в активах банків Єврозони (17%, дані ЄЦБ) (Див.: Report on financial structures. European Central Bank. October 2017. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201710.en.pdf>).

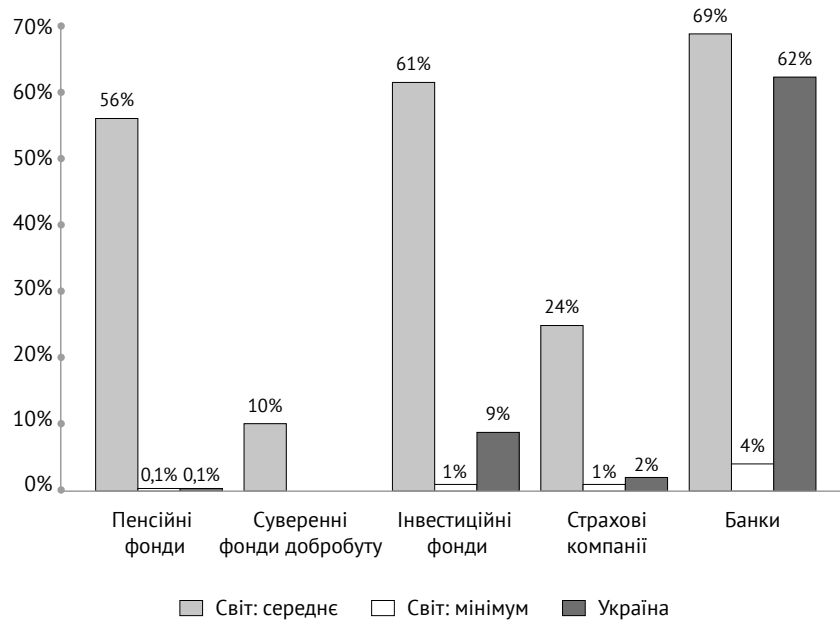


Рис. 1.5. Частка активів фінансових інститутів до ВВП в Україні та світі у 2017 р., %

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31.12.2017. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/17_Dep_Repetska/NPF_IV_kv%202017.pdf; Інформація про стан і розвиток страхового ринку України. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Informatsiia-pro-stan-i-rozvytok-strakhovoho-rynku-Ukrainy.html>; Цінні папери в портфелі депозитних корпорацій. URL: https://bank.gov.ua/files/3.4-Securities_assets.xls; Willis Towers Watson. Thinking Ahead Institute. Global pension assets study 2018. February 2018. URL: [https://www.ici.org/pdf/2018_factbook.pdf](https://www.thinkingaheadinstitute.org/en/Library/Public/Research-and-Ideas/2018/02/Global-Pension-Asset-Survey-2018; Top 81 Largest Sovereign Wealth Fund Rankings by Total Assets. Sovereign Wealth Fund Rankings. URL: https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings; World Economic Outlook Database. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weoselgr.aspx; World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org; Investment Company Fact Book. A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry, 58th edition. Investment Company Institute. 2018. URL: <a href=).

стала однією з причин виведення з ринку, і ці ЦП дотепер (не надто успішно) намагається продати вже ФГВФО¹⁰⁵.

Таблиця 1.5

Цінні папери в портфелях фінансових інститутів України станом на 01.01.2018 р.

Показники	Активи та вартість ЦП в портфелі, млрд грн						Частка, %		
	Активи, всього	Державні ЦП	Корпоративні та муніципальні облигації	Акції	Інші (векселі, деривативи)	Портфель, всього	ЦП в активах інвестора	Інвестора в сукупних активах	Інвестора в сукупному портфелі
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2017 р.									
НПФ	2,46	1,00	0,20	0,01	0,00	1,22	49,6	0,1	0,3
ІСІ всього	264,63	0,55	8,07	21,62	12,59	42,84	16,2	12,2	10,2
– невенчурні ІСІ	8,52	0,44	0,32	1,50	0,11	2,36	27,7	0,4	0,6
– венчурні ІСІ	256,12	0,11	7,76	20,12	12,49	40,48	15,8	11,8	9,6
Страховики	57,38	6,57	0,90	6,65	0,09	14,21	24,8	2,7	3,4
Банки	1839,96	352,17	8,82	1,02	0,00	362,02	19,7	85,0	86,1
Всього	2164,43	360,30	18,00	29,31	12,68	420,29	19,4	100,0	100,0
2014 р.									
НПФ	2,47	0,38	0,68	0,26	0,00	1,32	53,5	0,2	0,6
ІСІ всього	207,97	0,33	8,38	34,53	16,21	59,46	28,6	13,0	25,3
– невенчурні ІСІ	10,49	0,24	0,41	4,80	0,35	5,81	55,3	0,7	2,5
– венчурні ІСІ	197,47	0,09	7,97	29,73	15,86	53,65	27,2	12,4	22,8
Страховики	70,26	3,39	0,81	18,01	0,47	22,68	32,3	4,4	9,6

¹⁰⁵ За інформацією ФГВФО, на балансі банків, що ліквідуються, обліковуються «сміттєві» ЦП вартістю 12,8 млрд грн (до 70% обсягу загального портфеля ЦП неплатоспроможних банків) (Див.: Інформаційна довідка. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб. 16.05.2018. URL: <http://www.fg.gov.ua/about/prezentatsiji-fondu/37420-70protsent-tsinnykh-paperyiv-shcho-oblikovuiutsia-nabalansi-neplatospromozhnykh-bankiv-smittievi-i-vykorystovuvayis-dlia-vyvedennia-likvidnykh-aktyviv>).

Продовження таблиці 1.5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Банки	1316,85	104,57	40,00	7,24	0,00	151,81	11,5	82,4	64,5
Всього	1597,55	108,67	49,87	60,04	16,68	235,27	14,7	100,0	100,0
Зміна за 3 роки									
НПФ	-0,01	0,63	-0,48	-0,25	0,00	-0,10	-3,9	0,0	-0,3
ІСІ всього	56,67	0,22	-0,31	-12,91	-3,62	-16,62	-12,4	-0,8	-15,1
- невенчурні ІСІ	-1,98	0,20	-0,10	-3,30	-0,25	-3,45	-27,6	-0,3	-1,9
- венчурні ІСІ	58,64	0,02	-0,21	-9,60	-3,38	-13,17	-11,4	-0,5	-13,2
Страховики	-12,88	3,18	0,09	-11,36	-0,38	-8,46	-7,5	-1,7	-6,3
Банки	523,11	247,60	-31,18	-6,22	0,00	210,20	8,1	2,6	21,6
Всього	566,89	251,63	-31,87	-30,73	-4,00	185,02	4,7	-	-

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports/>; Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31.12.2017. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/17_Dep_Repetska/NPF_IV_kv%202017.pdf; Інформація про стан і розвиток страхового ринку України. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Informatsiia-pro-stan-i-rozvytok-strakhovoho-rynku-Ukrainy.html>; Цінні папери в портфелі депозитних корпорацій. URL: https://bank.gov.ua/files/3.4-Securities_assets.xls.

Другий за обсягом портфель ЦП сформували інститути спільного інвестування, насамперед, венчурні фонди (їх частка в сукупних активах ІСІ сягає 97%). Вартість активів ІСІ становить 265 млрд грн (16,2% сукупних активів фінансових інститутів, 8,9% ВВП), обсяг вкладень в ЦП – 42 млрд грн (10,2% сукупного портфеля фінансових інститутів), частка ЦП в активах – найнижча з фінансових інститутів (16,2%), що не відповідає світовій практиці¹⁰⁶.

Вартість активів страхових компаній в Україні становить 57 млрд грн (2,7% сукупних активів фінансових інститутів, 2% ВВП¹⁰⁷), обсяг вкладень у ЦП – 14 млрд грн (3,4% сукупного порт-

¹⁰⁶ Відповідно до звіту Investment Company Institute, загальний обсяг чистих активів 114 тис. регульованих відкритих інвестиційних фондів у світі у 2017 р. становив 49,3 трлн дол. (61% світового ВВП). Структура активів фондів у розрізі їх видів відповідно до спеціалізації в середньому в світі є такою: 44% – фонди акцій, 21% – фонди облігацій, 12% – фонди інструментів грошового ринку, 23% – змішані та інші, в тому числі фонди нерухомості.

¹⁰⁷ За даними World Bank та OESD, найбільше співвідношення страхових активів до ВВП мають Люксембург (342%), Тайвань (132%), Франція (121%),

феля фінансових інститутів). Порівняно з 2014 р. кількість страхових компаній зменшилася на 27% (з 407 на початок 2014 р. до 294 на кінець 2017 р.), активи – на 12,9 млрд грн, (-18%), інвестиційний портфель – на 8,5 млрд грн (-37%). Виведення компаній з ринку та скорочення страхових активів відбулися не стільки внаслідок кризових явищ у національній економіці у 2014–2015 рр. (у тому числі втрата коштів на депозитах у банках, що були ліквідовані), скільки через незадовільну структуру активів, зокрема вкладень у ЦП.

Якість активів страховиків завжди викликала сумнів через високу частку «сміттєвих» інструментів. У 2014 р. обсяг вкладень страховиків в акції (18 млрд грн) поступався лише вкладенням венчурних ІСІ (29,7 млрд грн). Через підвищення нормативних вимог до структури активів страховиків і припинення обігу значної кількості випусків ЦП, емітенти яких відповідали ознакам фіктивності, вкладення страховиків в акції зменшилися на 11,4 млрд грн (майже втричі!), але структура страхових активів стала дійсно більш збалансованою (рис. 1.6).

НПФ відрізняються найбільшою часткою цінних паперів в активах серед фінансових інститутів України (49,6%), проте активи НПФ є найменшими та становлять лише 2,46 млрд грн (0,08% ВВП, у світі – 56%¹⁰⁸), хоча зазвичай саме ресурси пенсійних фондів є основним джерелом ліквідності на ринку капіталів. Для НПФ складно забезпечувати дотримання нормативних вимог до диверсифікації активів, які не відповідають ані українським ре-

Данія (115%), Ірландія (100%). Велика Британія (97%), Японія (90%), Нідерланди (70%). Найнижчі показники (менше ніж в Україні з її 2%) в Албанії, Білорусії, Вірменії, Ефіопії, Монголії, Танзанії (Див.: OECD Institutional Investors Statistics 2017. URL: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en).

¹⁰⁸ За даними Willis Towers Watson, найбільші показники співвідношення недержавних пенсійних активів до ВВП мають Нідерланди (194%), Австралія (138%), Швейцарія (133%), США (131%) та Велика Британія (121%). Значно менші показники притаманні країнам, що розвиваються, зокрема Мексиці (16%), Бразилії (13%), Російській Федерації (6%), Індії (5%), Китаю (1%). Сукупні недержавні пенсійні активи 22 найбільших ринків світу в 2017 р. сягнули 41,36 трлн дол. (67% ВВП цих 22 держав), а в світі в цілому – 45 трлн дол. (56% глобального ВВП).

ліям, ані міжнародному досвіду¹⁰⁹, в тому числі через обмеженість якісного інструментарію на ринку.

Це актуально для всіх українських фінансових інститутів. Ринку неспроможний забезпечити необхідну кількість та обсяг потенційних об'єктів інвестування, відмінних від державних ЦП. Проте чи є дефіцит привабливих і ліквідних недержавних інструментів лише українською особливістю, чи є він основною проблемою ринку, чи ставить він під сумнів його розвиток, у тому числі за рахунок впровадження другого рівня пенсійної реформи?

З одного боку, певний перебік вкладень фінансових інститутів у боргові інструменти (насамперед, державні) не сприяє розвитку інших сегментів ринку капіталу, в тому числі ринку акцій. З іншого боку, диверсифікація активів за інструментами в українських умовах часто призводить не до зниження ризиків, а до їх накопичення, що довели наслідки останніх фінансових криз. *Сучасний стан ринку акцій подібний замкненому колу: він нерозвинений, оскільки нецікавий найзначущим інвесторам і через це залишається нерозвиненим.*

Якщо дивитися на міжнародний досвід не усереднено, а в контексті ступеня розвитку ринків, то в активах фінансових інститутів країн, що розвиваються, помітна значно більша частка державних цінних паперів і менша частка акцій, ніж на зрілих рин-

¹⁰⁹ Зокрема, згідно зі статтею 49 Закону «Про недержавне пенсійне забезпечення», НПФ не мають права інвестувати у державні ЦП понад 50% активів. Наразі частка ОВДП в активах НПФ в середньому становить 41%, а деякі НПФ вже впритул наблизилися до порушення вимог до структури активів: за даними УАІБ, в корпоративних НПФ частка ОВДП вже сягає 49%. Щоб не порушувати нормативів, НПФ розміщують кошти в банках (частка грошових коштів в активах на 01.01.2018 р. – 45%). В умовах «банкопаду» останніх років це може виявитися достатньо ризикованою стратегією та навряд чи справді захищає інвесторів – учасників НПФ. Крім того, значно обмежені напрями інвестування українських НПФ в активи, відмінні від ЦП та коштів, наприклад, нерухомість (до 10%), банківські метали (до 10%), інші активи (до 5%). Натомість на 7 найбільших ринках світу за обсягами пенсійних активів (у США, Австралії, Великій Британії, Канаді, Нідерландах, Швейцарії, Японії, за даними Willis Towers Watson) частка нерухомості та інших активів, відмінних від акцій і облігацій, зросла за 1997–2017 рр. з 4% до 25%. Усереднена структура має такий вигляд: акції – 46%, облігації – 27%, кошти – 2%, інші активи – 25% (звісно, в кожній державі є свої особливості та підходи до диверсифікації активів).

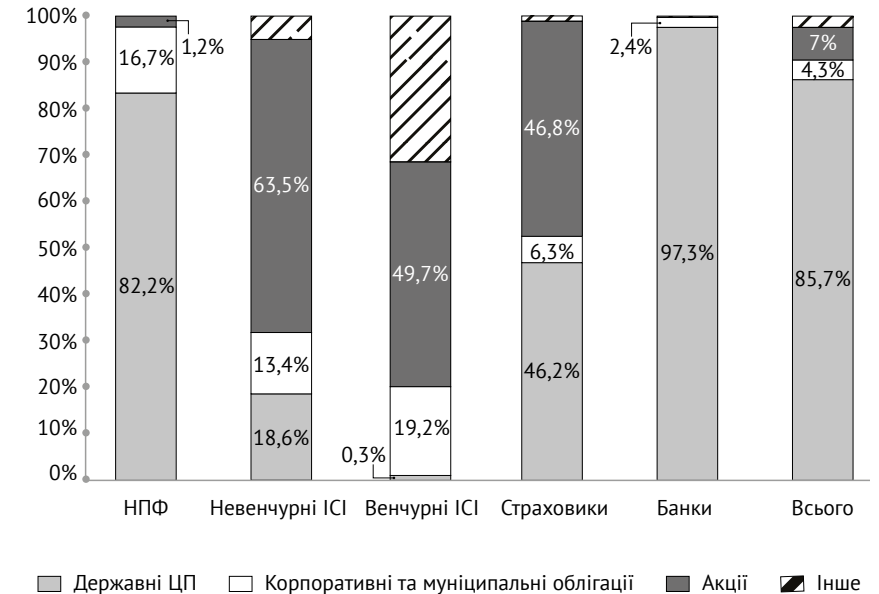


Рис. 1.6. Структура інвестиційних портфелів фінансових інститутів в Україні на 01.01.2018 р., %

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31.12.2017; URL: https://www.nfp.gov.ua/files/17_Dep_Repetska/NPF_IV_kv%202017.pdf; Інформація про стан і розвиток страхового ринку України. URL: <https://www.nfp.gov.ua/ua/Informatsiia-pro-stan-i-rozvytok-strakhovoho-rynku-Ukrainy.html>; Цінні папери в портфелі депозитних корпорацій. URL: https://bank.gov.ua/files/3.4-Securities_assets.xls.

ках розвинених країн¹¹⁰. Слід зважати не тільки на поточну ситуацію, але й на еволюцію структури вкладень (наприклад, у Польщі

¹¹⁰ Серед 36 країн ОЕСР частка акцій у пенсійних активах у 2017 р. переважала частку облігацій лише в 7 (Австралії, Польщі, Фінляндії, Франції, Новій Зеландії, США, Швейцарії). Ще в 5 країнах вкладення порівнювані – частка акцій поступається не більше ніж на 5% (в Канаді, Бельгії, Литві, Данії, Швеції). Натомість у Словаччині, Словенії та Чехії частка акцій у пенсійних активах становить лише 1–2%, а в облігації – 58–77%, певною мірою через законодавчі вимоги щодо гарантування прибутковості (Див.: Pension Markets in Focus. OECD. 2018. URL: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2018.pdf>).

накопичувальний рівень пенсійної системи почав функціонувати у 1999 р., і навіть через 4 роки (кінець 2003 р.) 62% активів НПФ були вкладені в держоблігації, а 32,4% – в акції; через 11 років ситуація суттєво не змінилася (66% – в держоблігації, 33,6% – акції), проте за рахунок постійного зростання пенсійних активів абсолютний обсяг вкладень НПФ в акції ставав дедалі значущим і сприяв розвитку цього сегмента ринку). Нині 85% активів польських НПФ (окремих фондів – до 90%) становлять акції в обігу на Варшавській та інших європейських біржах, але це вже сприймається як досить ризикований чинник¹¹¹.

У цілому впровадження накопичувального рівня пенсійної реформи не є панацеєю для суспільства, економіки та фондового ринку, має певні обмеження та ризики, тому повинне здійснюватися досить обережно¹¹². За таких умов відсутність ринку акцій на момент запуску накопичувальної пенсійної реформи може бути навіть позитивом¹¹³. Адже навіть у зрілих економіках інвестиції в ак-

¹¹¹ За цим показником Польща наприкінці 2017 р. лідувала в світі. Проте такої радикальної зміни інвестиційних вподобань передувала криза, позбавлення фондів, які обслуговували накопичувальну систему, можливості інвестувати в держоблігації, а також переведення активів, інвестованих у держоблігації, до солідарної системи та погашення облігацій урядом у 2014 р. Польща перебуває на етапі можливої відмови від наявної обов'язкової накопичувальної системи – планує її перезапустити.

¹¹² У 2008 р. вартість активів пенсійних фондів країн ОЕСР зменшилася одразу на 3,4 трлн дол. (на 19%). Якщо більш розвинені країни пережили цей шок, то країни Східної Європи, де накопичувальна система існує недавно, стали згортати реформу. Зокрема, Латвія, яка у 2001 р. запустила другий рівень пенсійного страхування, у 2009 р. знизила ставку з 8% до 2%; Литва, яка запустила реформу у 2004 р., у 2009 р. почала поступово знижувати ставку з 5,5% до 1,5%; в Угорщині в 2011 р. внески до накопичувальної системи повністю переведені до солідарної.

¹¹³ Відсутність в Україні фондового ринку – «плюс» для пенсійної реформи. *Мінфін*. 30.10.2018. URL: <https://minfin.com.ua/ua/2018/10/30/35392383/>; Гончаров О. Старі правила в економіці не працюють, нових поки немає. А можна було би повчитися у Польщі. *112.ua*. 18.03.2019. URL: <https://ua.112.ua/mnenie/stari-pravylyla-v-ekonomitsi-ne-pratsiuiut-novykh-pokuy-nemaie-a-mozhna-bulo-b-rovchytysia-u-polshchi-484354.html>; Ткач О. Пенсійні уроки для України. Польський досвід. *Дзеркало тижня*. 22.09.2017. URL: https://dt.ua/macrolevel/pensiyini-uroki-dlya-ukrayini-polskiy-dosvid-254926_.html.

ції періодично призводять до суттєвих втрат активів фінансових інститутів¹¹⁴.

1.3.3.3. Фінансові посередники та інфраструктура

Паралельно зі скороченням кількості емітентів в Україні спостерігається звуження кола інших учасників ринку, в тому числі фінансових посередників, інституційних інвесторів.

Зокрема, за 2013–2017 рр. кількість акціонерних товариств зменшилася з 25 до 15 тис. (рис. 1.7). Найбільше скоротилася кількість відкритих і закритих АТ, які не привели свою діяльність у відповідність до Закону про акціонерні товариства, ухваленого ще у 2008 р. Знизилася популярність публічної форми АТ (за останні 3 роки кількість ПАТ зменшилася вдвічі, вже через наступну хвилю змін у акціонерному законодавстві), натомість зростання кількості приватних АТ (в 1,5 раза з кінця 2014 р.) свідчить про відсутність інтересу до публічного залучення капіталу та неможливість виконати норми законодавства для ПАТ.

Упродовж 2013–2017 рр. кількість ліцензованих торговців цінними паперами зменшилась у 2,4 раза, в тому числі банків – у 2,1 раза, депозитарних установ – в 1,8 раза (рис. 1.8).

Причини: обмеженість і скорочення клієнтської бази (емітентів, інструментів, інвесторів), низька прибутковість, зростання адміністративного навантаження, фінансові складнощі через кризові явища у 2014–2015 рр., у тому числі виведення з ринку половини банків.

Ті ж тенденції характерні і для інституційних інвесторів: упродовж 2013–2017 рр. кількість НПФ зменшилася на 33%, кількість КУА та обслуговуваних ними ІСІ – на 16%, у тому числі на 56% зменшилася кількість невенчурних ІСІ. Таким чином, *найстійкішими інституційними інвесторами в Україні виявилися венчур-*

¹¹⁴ У 2018 р. найбільший суверенний фонд світу (Державний пенсійний фонд Норвегії) зафіксував чистий збиток у 56,4 млрд дол. та від'ємну доходність на рівні –6,1%. Річна збитковість інвестицій в акції становила – 9,5% (втім у 2017 р. прибутковість таких інвестицій сягала 19,4%) (Див.: Government Pension Fund Global. Annual report. 2018. Oslo: Norges bank, 2019. URL: <https://www.nbim.no/contentassets/02bfbef416f4014b043e74b8405fa97/annual-report-2018-government-pension-fund-global.pdf>).

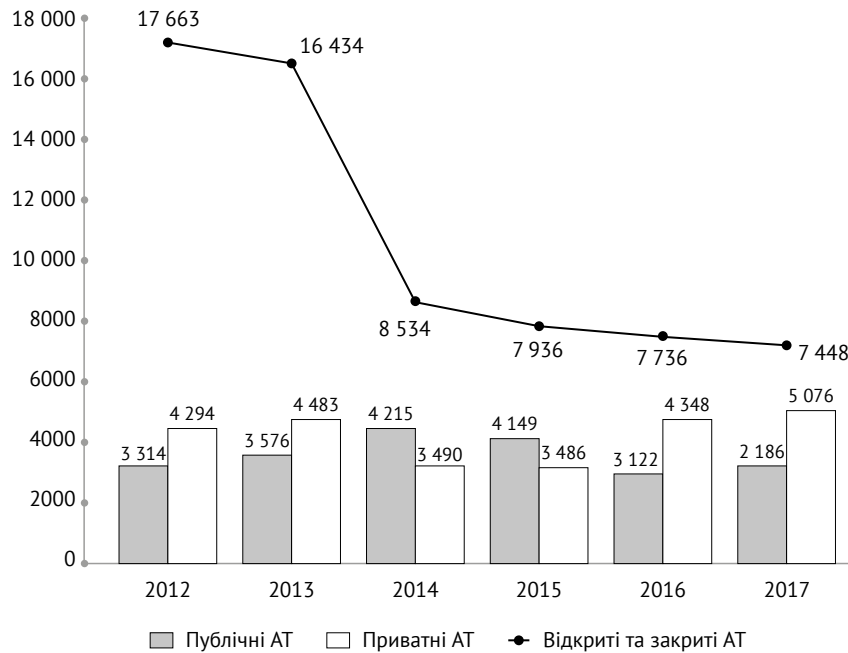


Рис. 1.7. Кількість акціонерних товариств в Україні у 2012–2017 рр.

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; Кількість юридичних осіб за організаційними формами. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/edrpo/ukr/EDRPU_2018/ks_opfg/ks_opfg_0118.htm.

ні фонди, структура активів яких не диверсифікована, а частка вкладень у ЦП є найменшою серед фінансових інститутів.

Удвічі за останні роки зменшилась і кількість фондових бірж – з 10 до 5. З них реально технологічно спроможними є 3 (ФБ «Перспектива», ПФТС та «Українська біржа»). Проте і вони регулярно стикаються з регуляторними складнощами¹¹⁵. Можливо,

¹¹⁵ 2015 р. – припинення біржового обігу акцій ФБ «Перспектива», спроби припинення дії ліцензій ПФТС та «Української біржі» через високу частку в капіталі резидентів країни-агресора (Московської біржі); 2016 р. – попередження 4 біржам за начебто недостатню протидію маніпулюванню; 2018 р. – припинення активних торгів на «Українській біржі» через застосування персональних санкцій до Московської біржі та заборону українським суб'єктам господарювання використання у своїй діяльності електронних торговельних систем «ПО Plaza», «ПО Forts»

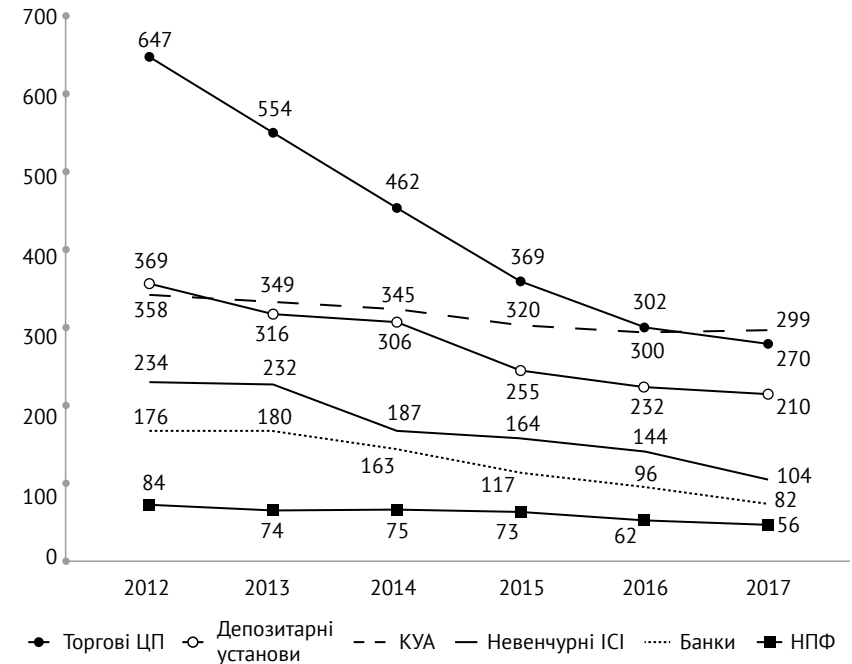


Рис. 1.8. Кількість учасників фондового ринку у 2012–2017 рр.

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; Показники банківської системи. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=34661442.

5 або 3 біржі – дійсно багато для країни з нерозвиненим ринком, оскільки є приклади, коли біржові оператори обслуговують ринки одразу кількох країн.

Зазвичай консолідація та глобалізація біржового ринку сприяє зростанню ліквідності, залученню емітентів та інвесторів, зростанню конкуренції між ними, зменшенню вартості залучення фінансових ресурсів і трансакційних витрат. Натомість в Україні, незважаючи на скорочення кількості бірж та інших учасників ринку, нічого подібного не відбулося:

виробництва Московської біржі (згідно з рішенням РНБОУ від 02.05.2018 р., затвердженим Указом Президента України від 14.05.2018 р. № 126/2018).

– обсяг біржових торгів за 3 роки зменшився в 3 рази (з 619 до 206 млрд грн; *табл. 1.6*), у доларовому еквіваленті – в 7 разів, відносно ВВП – в 5,7 рази;

– кількість учасників ринку продовжує скорочуватися;

– конкуренція зменшується (на ТОП-10 торговців цінними паперами у 2017 р. припало 34–56% біржових торгів різними категоріями ЦП);

– тарифи для інвесторів є доволі високими через неодноразові коригування тарифів суб'єктами інфраструктури (ПАТ «Розрахунковий центр», депозитарії).

Є складнощі й з інфраструктурою клірингу та розрахунків. Експерти міжнародної консалтингової фірми Oliver Wyman констатували високий рівень фрагментації інфраструктури ринків капіталу в Україні. Клірингову діяльність за правочинами щодо цінних паперів здійснює Розрахунковий центр (точніше, є єдиною компанією, що має ліцензію на провадження клірингової діяльності в Україні; здійснює грошовий кліринг і розрахунки) та Національний банк (щодо державних і муніципальних облігацій), стосовно деривативів – фондові біржі (поки що без додаткового ліцензування). Діяльність центрального депозитарію щодо цінних паперів фактично здійснюють дві установи – НДУ та НБУ¹¹⁶.

Хоча в Європі є приклади створення депозитаріїв і клірингових установ (центрального контрагентів), що обслуговують інвесторів багатьох країн одночасно. Крім того, у світі розвиток розрахункової та клірингової інфраструктури проходить з метою стимулювання ліквідності регульованого ринку, спрощення, удешевлення та зниження ризиків розрахунків, у тому числі транскордонних¹¹⁷. Але в Україні інтереси фондових бірж і суб'єктів інфра-

¹¹⁶ Regional Central Counterparty: a solution for Central and Eastern Europe. European Bank for Reconstruction and Development, Oliver Wyman. September 2015. URL: <https://www.ebrd.com/documents/comms-and-bis/regional-central-counterparty.pdf>.

¹¹⁷ Shyshkov S., Shyshkova N. Modern trends in financial instruments in Ukraine. Social Educational Project of Improving Knowledge in Economics (*Journal L Association 1901 «SEPIKE»*) Ausgabe 8, Osthofen, Deutschland, Poitiers, France, Los Angeles, USA. March 2015. P. 165–170. URL: <http://ir.nmu.org.ua/handle/123456789/151116>; Shyshkov S., Shyshkova N. Market mechanisms of hryvnia

структури часто не збігаються, інтеграція обмежена, рішення про стратегію модернізації інфраструктури приймаються без урахування думки бірж та учасників ринку¹¹⁸.

Суто обмежувальний підхід (підвищення вимог, відсутність жодного прикладу позитивного стимулювання¹¹⁹, дисбаланси адміністративного втручання) не давався взнаки, але регулятор продовжує запевняти всіх у позитиві та активній діяльності щодо посилення біржового ринку та стимулювання ліквідності¹²⁰. Ле-

exchange rate stabilization: accounting and institutional aspects. *Economic annals*-XXI. 2014. № 5–6. P. 60–63. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecchado_2014_5-6_16.

¹¹⁸ Одна з причин – відсутність збігу корпоративних інтересів: суб'єкти інфраструктури (Розрахунковий центр, НДУ, НБУ) – на 96–100% контролюються державою, а біржі – тільки приватними власниками. Водночас існує чимало питань до непропорційної уваги окремих членів НКЦПФР до біржі, з власниками якої мали суттєві зв'язки до призначення на державну посаду.

¹¹⁹ Типовий приклад дестимулювання та непослідовності. Спочатку НКЦПФР впроваджуються пруденційні умови, згідно з якими вартість витрат на програмне забезпечення (залишкова вартість нематеріальних активів і капітальні вкладення у нематеріальні активи) виключаються зі складу регулятивного капіталу, тобто, будь-які витрати на створення (придбання, оновлення) бірж ІТ призводять до складнощів виконання пруденційних нормативів. Потім очільник регулятора констатує, що «жодна з бірж достатньо не інвестує в розвиток свого ІТ» (Див.: Тимур Хромаєв: «Багато хто кричить «зрада» і «ганьба» у Фейсбучі, але доводити власну правоту не вміють». *Фінансовий клуб*, 26.12.2018. URL: <https://finclub.net/ua/analytics/tymur-khromaiev-bahato-khto-krychyt-zrada-i-hanba-u-feisbutsi-ale-dovodyty-vlasnu-pravotu-ne-vmiut.html>).

¹²⁰ Як саме НКЦПФР бачить регулювання та розвиток біржового ринку, викладено у річному звіті регулятора за 2017 р. (с. 93). Комісія ставила перед собою амбітне завдання з удосконалення та модернізації діяльності бірж, а також стимулювання зростання ліквідності національного ринку капіталу, тому проводилась активна діяльність щодо посилення біржового сегмента українського ринку капіталу та впровадження єдиних стандартів діяльності на фондових біржах. Як саме? Регулятором прийнято такі рішення: 1) зміни до вимог щодо ділової репутації кандидата на посаду керівника фондової біржі); 2) зміни до нормативно-правових актів НКЦПФР з питань провадження діяльності фондовими біржами (щодо використання печаток); 3) зміни до Положення про порядок продажу в процесі приватизації на фондових біржах пакетів акцій АТ; 4) зміни до Порядку реалізації на фондовій біржі цінних паперів, на які звернено стягнення (в частині поширення його дії не тільки на державних, але й на приватних виконавців). На практиці результативні аукціони за участі державних і приватних виконавців вкрай епізодичні, як і приватизаційні аукціони, а у 2018 р. ФДМУ почав проводити аукціони

вова частка торгів недержавними цінними паперами проходить поза біржами (79% торгів облігаціями підприємств, 96% – акціями, 99% – цінними паперами ICI в 2017 р.).

Оцінки MSCI Inc. (про обмежений рівень конкуренції між брокерами, значні торгові витрати, неналежний рівень регулювання, недостатні можливості системи розрахунків, значну частку позабіржового ринку) є цілком обґрунтованими.

Незважаючи на збільшення вимог (зокрема, щодо дотримання пруденційних нормативів¹²¹) до професійних учасників ринку капіталу, зростання надійності ринку теж не спостерігається.

Фактично впровадження пруденційних підходів звелось до поступового підвищення вимог до фінансового стану, достатньо високих (як для небанківських установ¹²² на нерозвиненому ринку) вимог до регулятивного капіталу, ліквідності та структури активів. З 2013 р. (рік впровадження пруденційних нормативів) по кінець 2017 р. загальна кількість професійних учасників скоротилася майже вдвічі. І навіть серед тих, що залишилися, істотна частка не виконує пруденційних нормативів (зокрема, 12,5–22,92% депозитарних установ у 2017 р.)¹²³. Проте ринок точно не став більш ліквідним

з продажу ЦП в системі PROZORRO. Фактично в більшості випадків йдеться про банальне врахування змін у законодавстві. Тож чи справді такі заходи можуть стимулювати ліквідність – питання риторичне.

¹²¹ Рішення НКЦПФР «Про схвалення Концепції запровадження пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку» від 12.04.2012 р. № 553. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/vr553863-12>; Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками» від 01.10.2015 р. № 1597. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1311-15>.

¹²² Для банків, які провадять професійну діяльність на фондовому ринку, НКЦПФР не став встановлювати пруденційних нормативів, оскільки очевидно, що вимоги НБУ є більш жорсткими. Хоча в цілому загальні підходи до пруденційних показників для профучасників-небанків досить схожі на підходи НБУ.

¹²³ Скорочення кількості профучасників – це практично єдиний результат, який на сьогодні досягнуто за результатом реалізації Концепції пруденційного нагляду, схваленої у 2012 р. (в тексті цю мету було сформульовано обережніше – «оптимізувати» кількість, наразі регулятор висловлює її вже цілком однозначно). Натомість інші базові індикатори залишаються невиконаними: питома вага ринку в структурі ВВП за 2012–2017 рр. істотно скоротилася, довіра населення до фондового ринку не зростає, принципово нові фінансові інструменти та технології

Таблиця 1.6

Характеристика біржового фондового ринку України у 2013–2017 рр.

Показники по роках	млн грн.					% до обсягу біржових торгів				
	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017
Обсяг біржових торгів у т.ч. на первинному ринку	463,43	618,70	277,50	224,15	205,79	100	100	100	100	100
Обсяг торгів на позабіржовому ринку	14,58	18,98	6,81	4,28	4,03	3	3	2	2	2
Загальний обсяг торгів на фондовому ринку	1 062,77	819,45	662,06	750,24	250,72	229	132	239	335	122
ВВП України	1 526,20	1 438,15	939,56	974,39	456,51	329	232	339	435	222
Обсяг біржових торгів у розрізі фінансових інструментів:	1 454,93	1 566,73	1 979,46	2 385,37	2 982,92	314	253	713	1 064	1 449
Державні облігації	345,87	545,77	250,13	210,09	189,54	75	88	90	94	92
Муніципальні облігації	0,90	0,58	0,02	0,00	0,00	0	0	0	0	0
Корпоративні облігації	47,51	32,82	13,53	9,17	6,12	10	5	5	4	3
Акції	44,92	24,46	5,22	2,08	5,05	10	4	2	1	2
Цінні папери ICI	6,22	5,47	2,76	0,50	0,05	1	1	1	0	0
Деривативи, опціонні сертифікати	18,01	9,60	5,83	2,32	5,03	4	2	2	1	2
Обсяг біржових торгів у розрізі фондових бірж:										
ФБ "Перспектива"	311,59	490,28	213,34	124,80	127,41	67	79	77	56	62
ПФТС	110,23	95,06	51,46	93,72	64,34	24	15	19	42	31
Українська біржа (УБ)	10,89	8,57	6,69	3,53	13,41	2	2	2	2	7
Інші	30,73	24,79	6,01	2,10	0,63	7	4	2	1	0

Джерело: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; крім обсягу торгів монетарними інструментами (депозитними сертифікатами НБУ).

і не схоже, щоб став менш ризикованим, більш стійким і надійним. Принаймні статистика правозастосування НКЦПФР не свідчить про істотне зменшення кількості порушених справ і накладених санкцій¹²⁴. Крім того, немає інформації щодо наявності суттєвих проблем з дотриманням пруденційних нормативів у торговців цінними паперами, стосовно яких були порушені справи про правопорушення за ознаками маніпулювання.

Можливо, профучасники (які не пішли з ринку) стали більш фінансово стійкими, але неочевидно, що більш сумлінними. Частина ліцензій, дію яких протягом року було анульовано або зупинено за наслідками правозастосування, у загальній кількості діючих ліцензій профучасників зростає з 3,7% у 2012 р. до 6% у 2017 р. (рис. 1.9). Така мета впровадження пруденційного нагляду, як зменшення кількості порушень вимог законодавства на фондовому ринку, нині далека від виконання.

Є питання і до інформаційної інфраструктури ринку. І справа не тільки у відсутності перекладів англійською, що так турбує MSCI Inc. Досвід виведення банків з ринку та не надто вдалого продажу їхніх активів, досвід сумнівних оцінок пакетів акцій (приватизація, squeeze-out тощо) свідчить про те, що незалежні оцінювачі майна можуть виявитися не такими вже й незалежними, а аудитори та рейтингові агенції (в тому числі міжнародні) можуть надто лояльно оцінювати фінансовий стан банків (навіть системних), емітентів та інших учасників ринку. Як наслідок, НКЦПФР планує підвищити ступінь регулювання й цього сегмента ринку. Хоча проблема полягає не стільки в недостатній об'єктивності оцінювачів, аудиторів і рейтингових агенцій, скільки у складнощах

не впроваджено, адміністративне навантаження не зменшено, кількість операцій на фондовому ринку скоротилася (з 2,3 до 0,12 млн біржових угод), кількість порушень вимог законодавства на ринку істотно не зменшилася (з урахуванням скорочення кількості суб'єктів нагляду навіть зростає).

¹²⁴ За даними звітів НКЦПФР, кількість розглянутих справ про правопорушення у 2017 р. сягала 4512 (на 5% менше ніж у 2015 р.), накладено 3241 фінансову санкцію (+13%), винесено 1130 попереджень (-10%), анульовано та зупинено дію 47 ліцензій (+34%), розглянуто 134 справи про порушення законодавства щодо фінансового моніторингу та накладено 125 штрафів (у 4 рази більше ніж у 2015 р.). І це незважаючи на скорочення кількості учасників ринку!

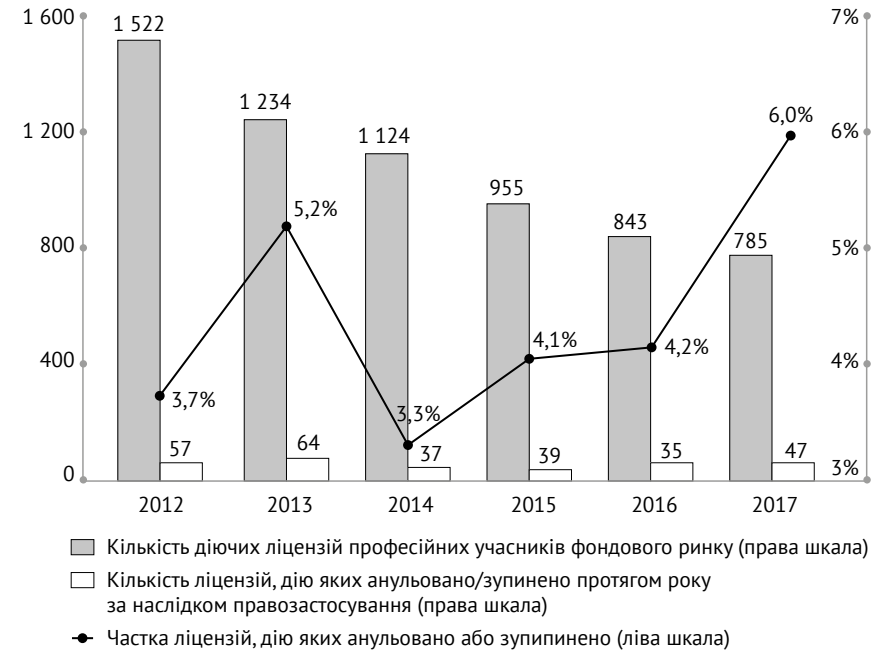


Рис. 1.9. Ліцензії, дію яких анульовано або зупинено за наслідками правозастосування, у 2012–2017 рр.

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>.

оцінки активів, надмірній волатильності та непрогнозованості цін й інших бенчмарків, що цілком природно в умовах нерозвинутого ринку та значних ризиків функціонування національної економіки.

1.3.3.4. Ринкові бенчмарки: індекси та капіталізація

1. Індекси акцій.

Найпоширенішою інформацією про ринок капіталу конкретної країни є відомості про фондові індекси, що усереднюють динаміку найбільш ліквідних акцій. Регулятор констатує¹²⁵, що важливим індикатором ринку капіталу є індекс, який дає можливість

¹²⁵ Річний звіт НКЦПФР за 2017 р. С. 14.

оцінити загальну ситуацію на ринку цінних паперів. Зокрема, за 2017 р. індекс Української біржі зріс на 71,27%, що є одним з лідерів темпу світового зростання, а ПФТС – на 18,82%¹²⁶. Водночас такі результати викликають низку запитань:

– чи не вбачається дивною така різниця (52,45%!) між фондовими індексами однієї країни за умови подібності індексного кошика?

– чи повинні інвестори довіряти таким індексам?

– чи є достатньою ліквідність ринку для визначення об'єктивних цінових бенчмарків?

– чи є ці індекси достатньо репрезентативними?

– чи не є аномальним річне зростання вартості інвестиційних активів на 71,27%, незважаючи на динаміку інших локальних фінансових показників, хоч і зростаючу, але досить складну макроекономічну та боргову ситуацію в державі?

– чому непомітним є бум інвестицій в країну – лідера світового зростання індексу?

У світі не так багато країн, де на різних біржах розраховується кілька базових індексів акцій одночасно. Проте за даними WFE, індекси таких країн характеризуються порівнюваною динамікою: річна різниця коливається від 1% до 16%¹²⁷, є щонайменше втричі меншою за різницю між українськими індексами (табл. 1.7).

Варто також звернути увагу на кількість емітентів, на підставі динаміки акцій яких розраховуються індекси «блакитних фішок» (blue chips). Зазвичай це щонайменше кілька десятків, а частіше – 100 і більше емітентів, що забезпечує репрезентативність вибірки, яка покликана адекватно оцінити вартість інвестиційних активів у країні. Крім того, існують ще й композитні індекси, де кількість складових індексного кошика сягає сотень.

¹²⁶ У 2018 р. індекси вже помінялися місцями: тепер індекс ПФТС став лідером світового зростання з показником 75,3%, а індекс УБ збільшився на «скромні» 24,9%. І різниця становила також понад 50%.

¹²⁷ Істотна різниця значень для бірж США та Китаю (9–16%) може пояснюватися галузевою специфікою (на Nasdaq та Shenzhen SE мають обіг переважно акції технологічних компаній), тому для нашого випадку більш відповідними є показники Індії та Іспанії (різниця 1–5%).

Таблиця 1.7

Річна зміна індексів акцій у 2017–2018 рр.

Країна	Біржа	Індекси акцій	Річна зміна, %		Різниця, %	
			2017	2018	2017	2018
Україна	УБ	UX	71,3	24,9	52,5	50,4
	ПФТС	PFTS	18,8	75,3		
США	Nasdaq – US	Nasdaq 100	31,5	-1,0	16,4	7,0
	NYSE	NYSE US 100	15,1	-8,0		
Індія	BSE India Limited	S&PBSE SENSEX	27,9	5,9	0,7	2,7
	National Stock Exchange of India Limited	S&P CNX Nifty	28,6	3,2		
Китай	Shanghai Stock Exchange	SSE 180 Index	19,7	-21,3	8,7	12,4
	Shenzhen Stock Exchange	SZSE 100 Index	28,4	-33,7		
Іспанія	BME Spanish Exchanges Barcelona	BCN Global – 100 Index	7,3	-17,4	1,4	4,8
	BME S.E. Valencia	IGBV Index	6,6	-15,7		
	BME S.E. Bilbao	Indice Bolsa Bilbao 2000	5,9	-12,6		

Джерело: World Federation of Exchanges. URL: <https://www.world-exchanges.org>.

Натомість в Україні широкі (композитні) індекси відсутні, а найпопулярніші індекси акцій розраховуються на підставі динаміки від 6 (індекс «Української біржі») до 7 (індекс ПФТС) акцій. При цьому 5 з них дублюються в обох індексах. У ситуації такого дублювання значна різниця в динаміці індексів викликає ще більший подив¹²⁸.

¹²⁸ До речі, чи є компанії, що увійшли до індексного кошика, справді публічними (такими, що здійснили публічну пропозицію), зокрема, чи пройшли вони лістинг на біржах? На початок 2019 р. на УБ з 6 емітентів у індексному кошику («Райффайзен Банк Аваль», «Центренерго», «Донбасенерго», «Турбоатом», «Укрнафта», «Мотор Січ») жоден не включено до біржового реєстру (не пройшов лістинг), на ПФТС ситуація аналогічна – з 7 емітентів у індексному кошику (ті ж таки «Райффайзен Банк Аваль», «Центренерго», «Донбасенерго», «Турбоатом», «Укрнафта»,

Ще менш очевидно, як оцінювати ринок у ситуації тривалого протилежного руху індексів (один зріс, інший скоротився). Питання має цілком практичне значення, оскільки в ході розгляду справ про маніпулювання може здійснюватися порівняльний аналіз динаміки цін конкретних акцій з показниками ринкової кон'юнктури, зокрема індексами акцій. З якими саме індексами слід порівнювати?

Показники торгів акціями навіть на «Українській біржі», де фіксується максимальна кількість угод щодо акцій в Україні, на кілька порядків є меншими за аналогічні показники на ліквідних і сусідніх ринках та порівнюваними лише з показниками вкрай невеликих країн (наприклад, Кіпру та Мальти). Тож чи варто сприймати як бенчмарк показники, які розраховуються в умовах настільки низької ліквідності?

Крім того, індекс «Українській біржі» продовжував розраховуватися навіть в умовах повної відсутності ліквідності (наприклад, у червні 2018 р. на біржі не укладалося жодної угоди протягом 8 днів з 20, в інші дні угоди укладалися вкрай епізодично). Індекс не просто розраховувався, він навіть зростає!¹²⁹

а також «Крюківський вагонобудівний завод» та «Укртелеком») жоден не включений до біржового реєстру (не пройшов лістинг). Райффайзен Банк Аваль вже став приватним АТ, а обіг акцій АТ «Мотор Січ» було припинено ще у квітні 2018 р. ухвалою Шевченківського районного суду м. Києва (за клопотанням СБУ в рамках кримінального провадження №2201700000000272).

¹²⁹ У світі такі дії цілком можуть бути кваліфіковані як маніпулювання. Фактично йдеться про формування оманливих цінових орієнтирів для інвесторів України та всього світу (нагадаємо, що українські індекси два роки поспіль лідирують у світі та відображають доходність вкладень в інвестиційні активи на рівні 71–75% на рік!) в умовах мізерної ліквідності (коли існує значущий ризик взагалі не продати цінні папери або продати в рази дешевше ніж ціна придбання). Чим це відрізняється від уже згадуваних ознак маніпулювання в науковій літературі та законодавчих актах ЄС? Зокрема, таких: шахрайство на основі маніпулювання інформацією, інформації (зокрема, фінансової) керівництвом компанії (посадовими особами); операція або діяльність, яка націлена не на сприяння формуванню цін на актив у результаті взаємодії пропозиції та попиту, а сформована з метою викривлення (цінових параметрів) на ринку; поширення будь-яким засобом інформації (новин, чуток), що вводять в оману (передбачається, що поширювач такої інформації знає про її недостовірність та отримує переваги (вигоду, прибуток) від

Щодо привабливості ринку для зовнішніх інвестицій, то українські фондові індекси відображають збитковість вкладень в українські акції для нерезидентів на більш-менш тривалих проміжках часу, оскільки темпи девальвації є вищими за динаміку індексів¹³⁰.

2. Сукупна капіталізація ринку акцій.

Цей показник відображає як розмір, ємність ринку для інвестицій, так і ступінь розвитку ринку та економіки. За оцінками World Bank (2013 р.), є висока кореляція між показником співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП та рівнем життя в країні. У середньому кожні 10% поглиблення рівня капіталізації до ВВП у розвинених країнах дають збільшення ВВП на душу населення приблизно на 2500 євро.

Водночас надмірний рівень співвідношення капіталізації ринку до ВВП може свідчити про завищені ціни та ймовірність кризи. За даними World Bank, у 2007 р. капіталізація лістингових компаній на біржах світу сягнула 114% глобального ВВП, а після масштабного падіння у 2008 р. становила вже вдвічі менше – 56% ВВП¹³¹. Через 10 років цей показник знову становить 112% світового ВВП, що є одним з чинників прогнозів про передумови для нової світової фінансової кризи.

її поширення). Крім того, опис таких дій присутній і в статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

¹³⁰ Індекс PFTS з початку розрахунку (01.10.1996 р.) по 31.08.2018 р. зріс з 100 до 530 (в 5,3 раза), але в доларовому еквіваленті значення індексу відповідає скороченню з 53,5 до 18,6 (–65% за 20 років, –3,1% на рік). Індекс UX з початку розрахунку (26.03.2009 р.) по 31.08.2018 р. зріс з 500 до 1630 (в 2,3 раза), але в доларовому еквіваленті значення індексу відповідає скороченню з 64,9 до 57,6 (–11% за 9,5 років, –1,1% на рік).

¹³¹ Схожі тенденції характеризували і капіталізацію ринку України (на той час визначалася Standard&Poors при розрахунку власних індексів акцій, у тому числі українських емітентів). У 2007 р. капіталізація ринку сягнула рекордного значення (111,8 млрд дол., 79% ВВП України), але вже у 2008 р. капіталізація обвалилась у 5 разів (до 23,2 млрд дол.), а співвідношення з ВВП – у 6 разів (з 79% до 13%). Водночас зменшення рівня капіталізації до ВВП в Україні було в 3 рази істотнішим за середньосвітове зменшення (вдвічі), що свідчить як про гостроту кризових явищ у національній економіці, так і про завищені ціни акцій перед кризою.

Протягом 2010–2016 рр. НКЦПФР в кожному звіті приводила значення сукупної капіталізації лістингових компаній в Україні та співвідношення з ВВП, справедливо констатує, що це важливі показники рівня розвитку біржового ринку. Проте у 2017 р. практика публікації цих показників у звіті НКЦПФР припинилася, що не так і дивно з огляду на їхню динаміку – скорочення за 2 роки (з 2014 р. по 2016 р.) абсолютного значення капіталізації в 23 рази – з 458 до 20 млрд грн, співвідношення з ВВП в 36 разів – з 29,2% до 0,8% (рис. 1.10).

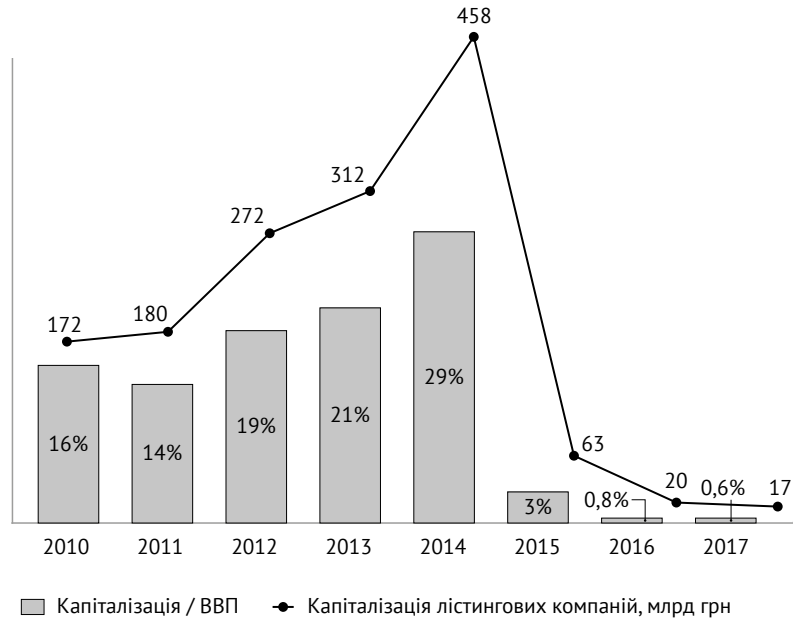


Рис. 1.10. Капіталізація лістингових акцій в Україні у 2010–2017 рр.

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; капіталізація за 2017 р. – за даними бірж.

Такий тенденції є зрозумілі пояснення. До 2009–2010 рр. ринок орієнтувався на дані про капіталізацію емітентів акцій ПФТС, і не всіх, а тільки найліквідніших ЦП, так званих blue chips, які входили в базу розрахунків українських і міжнародних індексів акцій. До цін і капіталізації blue chips періодично виникали питання, але переважно лише після різкого зниження цін, оскільки зростання

всіх влаштовувало, його легко «обгрунтовували» вкрай оптимістичними прогнозами фінансових показників компаній. Згодом зросла конкуренція між біржами, акції активно включалися до біржових списків кількох бірж одночасно, тому постали питання, ціни якої біржі брати за основу як базові.

Далі НКЦПФР зобов'язала всі біржі публікувати капіталізацію, і цей показник почав різко зростати: у 2014 р. з 10 лідерів за капіталізацією 8 емітентів акцій найбільше підходили під визначення «сміттєвих» (їхня капіталізація становила десятки мільярдів гривень, а бізнес був практично відсутній).

Після зупинення обігу значної кількості випусків акцій таких емітентів (за ознаками фіктивності) у 2015–2016 рр. відбулося різке скорочення капіталізації на ринку. Крім того, у 2015 р. регулятор різко підвищив вимоги перебування ЦП у біржовому реєстрі, що значно скоротило кількість лістингових компаній та, відповідно, їхню сукупну капіталізацію. НКЦПФР остаточно врегулювала питання порядку визначення капіталізації (для визначення ознак фіктивності застосовуються одні підходи, для оцінки відповідності лістинговим умовам – інші, для викупу акцій – треті), в тому числі цінних орієнтирів для її розрахунку.

За відсутності таких орієнтирів, як актуальні біржові курси та ціни закриття, розрахунок капіталізації більшості емітентів акцій припинився. Регулятор перестав публікувати ці дані, якщо сукупна капіталізація ринку розраховується на базі 7 лістингових акцій на всю країну та є еквівалентною 0,6% ВВП (у 200 разів гірше за середньосвітовий показник 112%).

Про скептичне сприйняття статистики українського ринку свідчать вкрай неактуальні відомості у базі даних World Bank¹³² (за весь час незалежності наявні показники співвідношення капіталізації лістингових акцій України до ВВП лише за 2010–2011 рр.)

Єдиним джерелом інформації залишається WFE, яка протягом 2014–2017 рр. публікує дані «Української біржі», хоча як капіталізація лістингових акцій подаються дані про капіталізацію всіх

¹³² Market capitalization of listed domestic companies (current US\$). Stock market capitalization to GDP. World Bank, Development Research Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>, <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=1250&series=GFDD.DM.01>.

96 емітентів акцій у біржовому списку, а не тільки лістингових. Ця оцінка капіталізації (5,2 млрд дол., 146 млрд грн у 2017 р.¹³³) перевищує оцінки НКЦПФР (рис. 1.10) у 8,6 раза.

Можна дійти висновку, що такий важливий індикатор фондового ринку України, як його капіталізація, і раніше викликав сумніви через необ'єктивність та гіперволатильність цін акцій навіть у blue chips, а наразі практично втратив свою цінність через різномірність підходів до визначення, відсутність чи неактуальність доступної інвесторам статистики, адміністративно обмежену кількість лістингових компаній.

1.3.3.5. Ознаки неліквідності ринку. Особливості обігу акцій та облігацій

1. Незначні обсяги торгів.

У світі загальний обсяг торгів акціями на торговельних майданчиках (117 трлн дол. у 2017 р.; табл. 1.8) у 1,46 раза є більшим за глобальний ВВП (80 трлн дол.). Варто враховувати глобалізацію та поширеність обігу ЦП на іноземних біржах, але зазвичай високе значення показника співвідношення обсягу торгів з ВВП свідчить про ліквідність, розвиненість і значущість фінансового ринку для економіки.

Так, у Гонконзі (Hong Kong Exchanges and Clearing) біржові торги акціями перевищують ВВП в 6 разів, Великій Британії (LSE Group, BATS Chi-x Europe) – в 4,7 раза, США (Nasdaq US, NYSE, BATS Global Markets) – в 3,2 раза, Швейцарії – в 1,6 раза, Китаї (Shenzhen SE, Shanghai SE) та Тайвані (Taiwan SE) – в 1,4 раза.

На менших за розміром та (або) рівнем розвитку ринках це співвідношення є значно нижчим. Так, у Туреччині (Borsa Istanbul) – 0,47, Бразилії (BM&FBOVESPA S.A.) – 0,32, Росії (Moscow Exchange) – 0,19, Польщі (Warsaw SE) – 0,14. Для України цей показник становить 0,0017, тобто в 860 разів менше за середньосвітовий показник. Частка України у світовій торгівлі акціями на регульованому ринку становить мізерні 0,00016%. В Європі за обсягом торгів

¹³³ За даними WFE, у 2018 р. показник ще скоротився – до 4,4 млрд дол. Якщо повернутися до індексів акцій, то виникають питання обґрунтованості зростання фондового індексу УБ на 25% за 2018 р. при падінні сукупної капіталізації компаній на 16%.

Таблиця 1.8

Показники біржових торгів на торговельних майданчиках світу у 2017 р.

Показники	Акції						Облігації					
	Обсяг торгів, млрд дол.	Частка ЕОВ, %	Угод, млн	Емітентів, шт.	Угод на емітента, тис. на рік	Капіталізація, млрд дол.	Обіг-го-вість, од.	Обсяг торгів, млрд дол.	Частка ЕОВ, %	Угод, тис.	Випусків, шт.	Угод на випуск, тис. на рік
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Україна	0,19	7	0,10	409	0,2	5,20	0,03	7,36	1	11,01	381	0,03
Світ	116 973,4	71	21 465,6	50 205	427	85 304,7	1,37	23 334,5	16	50 505,0	188 908	0,27
Nasdaq US	33 407,07	34	3 198,05	2 949	1 084	10 039,34	3,33	-	-	-	-	-
NYSE	16 140,05	90	1 446,77	2 286	633	22 081,37	0,73	-	-	-	-	-
BATS Global Markets	12 301,54	100	2 171,58	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Shenzhen SE	9 164,43	99	3 066,60	2 089	1 468	3 621,64	2,53	65,63	34	3 397,01	2 962	1,15
Shanghai SE	7 594,24	100	2 401,79	1 396	1 720	5 089,63	1,49	355,39	98	5 813,36	6 017	0,97
BATS Chi-X Europe	7 540,20	32	636,61	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japan Exchange Group Inc.	6 621,36	88	821,21	3 604	228	6 222,83	1,06	0,37	95	-	361	-
LSE Group	4 866,60	48	364,01	2 498	146	4 455,41	1,09	9 195,95	3	4 335,00	13 676	0,32
Euronext	2 875,12	68	235,11	1 255	187	4 393,00	0,65	7,74	99	374,43	5 659	0,07
Hong Kong Exchanges and Clearing	2 077,75	94	250,02	2 118	118	4 350,51	0,48	7,76	99	38,80	1 047	0,04
Korea Exchange	1 953,30	98	1 958,97	2 134	918	1 771,80	1,10	2 144,20	100	8 753,3	13 119	0,67
Deutsche Boerse AG	1 568,46	94	141,04	499	283	2 262,22	0,69	4,60	-	146,41	29 749	0,01
SIX Swiss Exchange	1 050,63	90	48,77	263	185	1 686,50	0,62	157,77	12	374,85	1 473	0,25

Продовження таблиці 1.8

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Nasdaq Nordic Exchanges	898,05	89	137,56	984	140	1533,50	0,59	1704,37	1	99,55	7 558	0,01
BME Spanish Exchanges	733,69	96	50,83	3136	16	888,84	0,83	4 803,63	3	368,30	2 662	0,14
Borsa Istanbul	395,44	99	150,99	376	402	227,51	1,74	165,52	58	386,70	754	0,51
Moscow Exchange	296,61	49	112,35	234	480	623,42	0,48	189,28	40	1 665,23	1 436	1,16
Warsaw SE	71,96	89	20,91	890	23	201,39	0,36	0,75	86	81,14	609	0,13
Wiener Borse	37,91	88	6,77	536	13	150,65	0,25	0,13	100	5,63	3 548	0,002
Athens SE	14,93	88	4,33	200	22	50,61	0,30	0,19	87	6,94	55	2,85
Budapest SE	10,79	92	0,002	41	0,04	31,55	0,34	0,002	79	0,13	78	0,09
Bucharest SE	2,65	100	0,001	87	0,01	23,62	0,11	0,07	100	0,80	96	0,001
Kazakhstan SE	0,81	99	0,0001	103	0,001	45,56	0,02	9,72	100	2,49	75	0,01
Zagreb SE	0,54	74	0,19	155	1	22,76	0,02	0,07	85	0,39	504	0,01
Cyprus SE	0,17	38	0,07	74	0,4	2,82	0,04	0,01	56	0,23	26	0,02
Malta SE	0,10	100	0,01	23	0,4	5,17	0,02	0,55	100	20,57	48	0,01

Примітка: EOV (Electronic Order Book Transactions) – безадресні торги; капіталізація для України – відповідно до статистики WFE; кількість емітентів для України, у тому числі позалистингові – без дублювання; виділені найліквідніші ринки акцій (обсяг річних торгів понад 1 трлн дол.) та сусідні з Україною ринки.

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; World Federation of Exchanges. URL: <https://www.world-exchanges.org>.

акціями українські біржі займають останні місця, випереджаючи тільки ринки Кіпру, Мальти, Білорусі.

Щодо облігацій, то ситуація є кращою: частка України у світовій торгівлі облігаціями на регульованому ринку становить 0,0315% (майже в 200 разів вище за акції), співвідношення обсягу біржових торгів облігаціями з ВВП – 0,0656 (в 39 разів більше за акції, лише в 4,5 раза менше за середньосвітовий показник 0,2922), українські біржі посідають за обсягом торгів 9–11 місце в Європі, що є регіоном з найбільшим обсягом біржових торгів облігаціями в світі¹³⁴.

2. Низька обіговість (velocity).

У світі показник співвідношення обсягу торгів акціями до їхньої сукупної капіталізації становить у середньому 1,37. Серед лідерів: США (Nasdaq) – 3,3, Китай (Shenzhen) – 2,5, Туреччина – 1,74. Показник України (0,034¹³⁵) майже в 40 разів є меншим за середньосвітовий та співставний з ринками Мальти, Казахстану, Хорватії, Намібії, Барбадосу, Бермудів.

Обіговість облігацій в Україні є значно вищою. Незважаючи на те, що сукупна вартість боргових інструментів суттєво переважає капіталізацію ринку акцій¹³⁶, обіговість державних облігацій становить 0,25 (у 7 разів більше за ринок акцій).

¹³⁴ За результатами торгів у 2017 р. серед 25 європейських бірж, де наявні активні торги облігаціями, ФБ «Перспектива» посіла 11 місце (4,7 млрд дол.), ПФТС – 13 місце (2,3 млрд дол.), «Українська біржа» – 17 місце (0,3 млрд дол.), сукупно – 7,36 млрд дол., що є зрівняним з показниками групи Europeхt, яка посідає 10 місце в Європі. Дещо вищі позиції посідають українські біржі в сегменті торгів державними облігаціями: серед 22 європейських бірж, де наявні активні торги інструментами державного боргу, ФБ «Перспектива» посіла 9 місце (4,7 млрд дол.), ПФТС – 10 місце (2,2 млрд дол.), «Українська біржа» – 16 місце (0,29 млрд дол.); сукупно – 7,2 млрд дол. (Див.: Обсяги торгів облігаціями в Україні співставні з європейськими показниками. *FinPost*. 06.02.2018. URL: <https://finpost.com.ua/news/6975>).

¹³⁵ Фактично менше, оскільки значна частка (61%) торгів акціями у 2017 р. була сформована епізодичними приватизаційними угодами (насамперед, на ПФТС). За даними WFE, без їх врахування обіговість акцій на «Українській біржі» («центрі ліквідності» ринку акцій) становила у 2017 р. лише 0,01.

¹³⁶ За даними НБУ, вартість лише державних облігацій (за сумою основного боргу) на початок 2018 р. сягала 750 млрд грн, а капіталізація ринку

3. Невиконання функцій залучення капіталу.

За підсумками 2017 р. НКЦПФР відзвітувала, що обсяг випуску акцій досягнув максимуму та становить 325 млрд грн, а обсяг випусків всіх ЦП, зареєстрованих НКЦПФР, – 354 млрд грн. Проте 92% емісії акцій (297 млрд грн) забезпечили банки (насамперед державні, в тому числі націоналізований «Приватбанк») та компанії державного сектору (зокрема, «Укрзалізниця») в межах докапіталізації та корпоративізації (звісно, за рахунок державного бюджету). Реальне залучення капіталу через акції в Україні практично відсутнє. Емітентам дешевше та швидше залучити кошти на зовнішніх ринках, через облігації, кредити, прямі інвестиції тощо.

Крім того, залучення капіталу через акції проходить практично винятково поза біржами, жодного IPO в Україні за роки незалежності не було проведено. Для порівняння: за даними WFE, у 2017 р. на біржах через акції було залучено 926 млрд дол.¹³⁷, у тому числі компаніями, які вперше проводили розміщення акцій (IPO), – 205 млрд дол., компаніями, які вже пройшли лістинг та додатково залучають капітал (SPO), – 721 млрд дол.

В Україні частка первинного ринку (розміщення) становить 2–3% обсягу біржових торгів (табл. 1.6). Кошти залучаються переважно через облігації підприємств (розміщення держоблігацій здійснюється поза біржами, програмними засобами НБУ, який є агентом емітента – Міністерства фінансів України). Частка торгів із залучення коштів у загальному обсязі торгів облігаціями підприємств в Україні сягає понад 60%. У світі співвідношення залучення капіталу до обсягу торгів щодо облігацій також є суттєво вищим за цей показник щодо акцій¹³⁸.

Така ситуація є ще одним підтвердженням умовності національного ринку акцій. Слід визнати, що недержавних публічних

акцій – 146 млрд грн (на «Українській біржі», де з акціями зафіксовано найбільше угод у 2017 р.).

¹³⁷ Еквівалент 1% світових торгів акціями, але на деяких біржах це співвідношення є значно вищим (наприклад, на Warsaw SE у 2017 р. загальний обсяг угод – 72 млрд дол., а залучено 25,5 млрд дол. (35%).

¹³⁸ У 2017 р. на регульованому ринку облігацій залучено коштів на 4,3 трлн дол. (майже в 5 разів більше, ніж залучення капіталу на ринку акцій). Це є еквівалентним 18% світових торгів облігаціями.

компаній в Україні просто немає, оскільки справді публічною можна назвати не ту компанію, яка кілька разів міняла організаційно-правову форму через постійні регуляторні експерименти, а ту, що фактично залучила капітал на національному біржовому ринку на конкурентних і прозорих умовах. Проте такі приклади в Україні відсутні та не схоже, щоб планувалися. Спроби побудувати та регулювати ринок саме як публічний, якщо на ньому немає публічних компаній і відсутня жодна зацікавленість емітентів отримувати такий статус, важко визнати адекватними.

4. Недостатня кількість угод.

Загальна кількість біржових угод з акціями у 2017 р. становила 21,5 трлн. Лідерами є США – 6,8 трлн, Китай – 5,5 трлн, Південна Корея – до 2 трлн. В Україні – 100 тис. на рік, 400 на день.

У розрахунку на 1 емітента акцій в Україні укладено 0,2 тис. угод на рік, тобто менше 1 угоди на день. У середньому в світі цей показник становить 427 тис. угод на рік¹³⁹ (1,7 тис. угод на день), у 1750 разів більше, ніж в Україні.

З облігаціями зазвичай укладається значно менше угод, ніж з акціями¹⁴⁰, але середня вартість угод на ринку облігацій є істотно вищою за середню вартість трансакцій з акціями¹⁴¹. У розрахунку на 1 випуск облігацій річна кількість угод в Україні (0,03 тис.) лише в 9 разів менша за середньосвітовий показник (0,27 тис.) та перевищує показники Deutsche Boerse AG та Nasdaq Nordic Exchanges.

Зазначені порівняння свідчать, що ринок облігацій в Україні, хоч і менш ліквідний за середньосвітові показники, проте достатньо конкурентоспроможний порівняно з іншими біржовими ринками (в тому числі в Європі) та на кілька порядків ліквідніший за внутрішній ринок акцій. Це пояснює високу частку боргових

¹³⁹ Лідери ті ж самі: Китай – 1569, США – 886, Південна Корея – 918 тис. угод/рік.

¹⁴⁰ У середньому в світі – в 425 разів, в Україні – лише в 9 разів.

¹⁴¹ Щодо акцій: у світі – 5,5 тис. дол., в Україні – 1,9 тис. дол. (у тому числі на «Українській біржі» 0,8 тис. дол., на ПФТС 24 тис. дол., через значні за обсягом приватизаційні угоди). Щодо облігацій: у світі – 462 тис. дол., в Україні – 668 тис. дол.

інструментів у структурі біржових торгів в Україні та активах фінансових інститутів.

Депресивний стан ринку акцій може пояснюватися і специфічною роллю найбільш заможних осіб у національній економіці та фінансовій системі (пункт 1.3.2 глави 1), а також відсутністю щодо акцій адекватних й актуальних цінових орієнтирів (пункти 1.3.3.6 глави 1).

1.3.3.6. Нерегулярність торгів, відсутність активного ринку, дійсних цін та об'єктивного ціноутворення на біржовому ринку України

Зазвичай біржовий ринок виконує широке коло значущих для економіки функцій:

- визначення справедливої ціни;
- поширення інформації про ринкові ціни фінансових інструментів, обсяги торгів, капіталізацію, ренкінги цінних паперів та учасників торгів, індекси;
- стимулювання ліквідності та зосередження попиту та пропозиції за рахунок залучення широкого кола покупців і продавців;
- створення умов для укладення та виконання угод на максимально прийнятних умовах у контексті ціни, обсягу, умов розрахунків;
- створення систем управління ризиками, в тому числі забезпечення гарантій проведення розрахунків за угодами;
- здешевлення трансакцій за рахунок уніфікації та автоматизації процедур укладення, виконання та оформлення угод;
- сприяння залученню емітентами капіталу на максимально прийнятних умовах;
- регулювання та контроль ціноутворення, доступу брокерів до торгів, допуску фінансових інструментів до торгів, лістингових умов, спорів між учасниками торгів, протидія зловживанням¹⁴².

¹⁴² На відміну від бірж, інші торговельні майданчики практично не виконують функцій регулювання та контролю за встановленням детальних правил щодо допуску до торгів фінансових інструментів, моніторингу та контролю цін і меж їхніх коливань, гарантій обов'язкового виконання угод, протидії зловживання та застосування санкцій. Крім того, поза біржею можуть торгуватися фінансові інструменти, якість яких не контролюється. Як наслідок, покупець (через недостатню інформованість або з метою, яка не відповідає цілям раціонального інвестування)

Визначення справедливої ціни варто віднести до основних функцій фондової біржі, тим більше, що у світі законодавство, в тому числі у сфері податків і бухгалтерського обліку, розглядає саме біржовий ринок як основне джерело інформації про об'єктивну ринкову ціну фінансових інструментів у активах суб'єктів господарювання. За наслідком біржових торгів та процедури котирування визначається та оприлюднюється не якась одна біржова ціна, а цілий спектр цінових орієнтирів. І саме з цього спектра обирається необхідний ціновий орієнтир, відповідно до особливостей законодавства кожної країни та вимог регуляторів фінансових ринків для різних категорії інвесторів.

Так, в Україні, згідно з вимогами НКЦПФР, фондові біржі мають оприлюднювати такі орієнтири за кожним випуском цінного папера: біржовий курс, ціну відкриття, ціну закриття, поточну ціну, кращі заявки на купівлю та продаж, а також дохідність (для боргових інструментів) та дати останнього розрахунку біржового курсу і ціни закриття (зважаючи на низьку ліквідність, ці дати можуть бути давніми, а ціни, відповідно, неактуальними), кількість цінних паперів за кращими заявками та укладеними угодами, обсяг торгів. Додатково біржі можуть публікувати ціни останніх за часом угод, ціни заявок, поданих у різних режимах торгів, ціни без врахування накопиченого купонного доходу та ціни у відсотках до номіналу за облігаціями тощо.

Функція об'єктивного визначення біржами справедливої вартості активів виконується в Україні досить умовно, оскільки для адекватного визначення ціни має бути постійний або принаймні більш-менш регулярний попит і пропозиція у формі подання заявок на торги та укладення біржових договорів. Сам факт допуску

може (має можливість) придбати цінні папери емітентів, які мають ознаки фіктивності (так звані «сміттєві»), за цінами, що можуть не відповідати фінансовим показникам таких емітентів. Натомість емітенти цінних паперів, допущені до торгів на фондовій біржі, підлягають щільному контролю на предмет відповідності умовам допуску до біржових торгів і лістингу, в тому числі дотримання вимог законодавства та нормативно-правових актів НКЦПФР щодо регулярності оприлюднення фінансової та іншої інформації, належних стандартів корпоративного управління, фінансового стану та захисту прав інвесторів.

цінних паперів до біржових торгів зовсім не гарантує ліквідності та наявності цінних орієнтирів.

Зазвичай в обігу на регульованих ринках знаходяться фінансові інструменти, які цікаві інвесторам, більш-менш регулярно торгуються та відповідно мають актуальні ціни. Натомість в Україні цінні папери можуть знаходитися в біржових списках роками, незважаючи на повну відсутність попиту та пропозиції.

Це є наслідком низки факторів, у тому числі суперечливого законодавчого регулювання акціонерних товариств (певний період вони мали в обов'язковому порядку забезпечити включення акцій до біржового списку або навіть біржового реєстру, тобто пройти лістинг), періодичних вимог до банків та інституційних інвесторів придбавати винятково лістингові цінні папери або цінні папери виключно на біржі, відсутності вимог до мінімальної ліквідності цінних паперів у біржовому списку тощо. Як наслідок, цінні папери могли бути допущені до торгів за ініціативи емітента (на виконання законодавчих вимог) або торговця цінними паперами (під проведення разової операції) та залишитись у біржовому списку без жодної торговельної активності протягом значного періоду (нерідко – кількох років поспіль).

Протягом останніх років кількість таких «пасивних» випусків ЦП у біржовому обігу дещо зменшилася через скорочення кількості бірж, емітентів і потенційних інвесторів, відміну законодавчої вимоги щодо допуску до біржових торгів акцій АТ, які не здійснювали публічної пропозиції, а також унаслідок припинення обігу ЦП, що мали ознаки фіктивності, та порушення значної кількості справ за правопорушення, пов'язані з маніпулюванням (як буде показано нижче, без достатніх підстав і за відсутності адекватного нормативного та методичного забезпечення).

Проте проблема залишається болючою: значна кількість фінансових інструментів у біржових списках торгується вкрай нерегулярно, тому не має актуальних цін.

Звіт НКЦПФР за 2016 рік свідчить про вкрай низьку регулярність торгів більшістю фінансових інструментів на фондових біржах України: лише 2 випуски акцій (0,1% випусків, допущених до торгів; табл. 1.9) торгувалися на біржовому ринку щодня, тобто регулярність торгів ними становила 100% загальної кількості тор-

говельних днів (249). Натомість 14% випусків цінних паперів і деривативів, допущених до біржових торгів, торгувалися лише 1–9% торговельних днів, а 80,8% випусків – менше ніж 1% торговельних днів, (0–2 дні на рік), в тому числі значна частка не торгувалася протягом цілого року жодного торговельного дня.

Таблиця 1.9

**Регулярність торгів на фондових біржах України
в розрізі фінансових інструментів протягом 2016 р.**

Регулярність біржових торгів, %	Кількість випусків, шт.							Частка, %
	Акції	Облігації підприємств	Державні облігації	Інвестиційні сертифікати	Опціонні сертифікати	Деривативи	Всього	
100	2	0	0	0	0	0	2	0,1
90–99	7	0	0	2	0	0	9	0,5
80–89	0	0	1	0	0	0	1	0,1
70–79	1	0	1	0	0	0	2	0,1
60–69	4	0	1	0	0	0	5	0,3
50–59	3	0	3	0	0	0	6	0,3
40–49	4	0	3	1	0	0	8	0,4
30–39	10	0	4	1	2	0	17	0,9
20–29	8	0	2	0	0	0	10	0,5
10–19	18	1	11	3	3	1	37	2,0
1–9	91	83	27	23	25	9	258	14,0
0	838	111	224	95	1	220	1489	80,8
Всього	986	195	277	125	31	230	1844	100,0

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>.

За даними провідних фондових бірж (ФБ «Перспектива», ПФТС, УБ), у 2017 р. кількість випусків цінних паперів, з якими хоча б раз на рік укладалася угода, коливалася в межах 136–151, що у середньому становить 29% кількості випусків цінних паперів у біржових списках бірж (від 373 на УБ до 636 на ПФТС). За 71% випусків цінних паперів протягом року не укладалася угода, і адек-

ватність біржових цінових орієнтирів за ними (біржовий курс, ціна закриття) викликає сумнів.

Ці дані підтверджує і аналіз актуальності ціноутворення на біржах, що регулярно функціонують. Станом на 27.06.2018 р. на ПФТС з 589 випусків цінних паперів у біржовому списку лише за 18% уклалися договори, за 5% розраховувався біржовий курс (у тому числі за 4% протягом останніх 2 місяців), за 9% – ціну закриття (в тому числі лише за 6% – протягом останніх 2 місяців). Аналогічні показники на ФБ «Перспектива»: з 464 випусків цінних паперів у біржовому списку лише за 26% уклалися договори, за 1% розраховувався біржовий курс, за 7% – ціна закриття (табл. 1.10).

Таблиця 1.10

**Актуальність ціноутворення за випусками цінних паперів,
допущеними до торгів на фондових біржах України,
станом на 27.06.2018 р.**

Вид ЦП	Кількість випусків, шт.						
	Допущено до торгів	Угоди за 6 місяців	Розрахований біржовий курс		Розрахована ціна закриття		
			до 2 місяців	понад 2 місяці	до 2 місяців	2-6 місяців	6-12 місяців
1	2	3	4	5	6	7	8
ПФТС							
Державні облігації	253	67	15	4	26	1	0
Облігації підприємств	63	20	0	0	3	1	1
Акції	244	18	7	5	8	4	9
Інвестиційні сертифікати	29	1	0	0	1	0	0
Всього	589	106	22	9	38	6	10
Частка випусків, %	100	18	4	1	6	1	2
ФБ «Перспектива»							
Державні облігації	237	82	1	3	6	3	16
Облігації підприємств	105	16	0	0	0	0	0
Акції	69	6	0	0	4	0	4

Продовження таблиці 1.10

1	2	3	4	5	6	7	8
Інвестиційні сертифікати	31	1	0	0	0	0	1
Опціонні сертифікати	22	14	0	0	0	0	0
Всього	464	119	0	3	10	3	21
Частка випусків, %	100	26	0	1	2	1	4

Джерела: Підсумки торгів. ПФТС. URL: <http://pfts.ua/trade-info/trade-results>; Результати торгів. ФБ «Перспектива». URL: <http://fbp.com.ua/Trade/CommonRate.aspx>.

Для лівової частки цінних паперів в Україні, незважаючи на їх допуск до біржових торгів, фактично відсутній активний ринок, який відповідно до національних і міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (звітності) дає можливість визначити справедливую вартість.

Активний ринок в МСФЗ 13 визначається як ринок, на якому операції для активів або зобов'язань відбуваються з достатньою частотою та у достатньому обсязі, щоб надавати інформацію про ціноутворення на безперервній основі. Аналогічне визначення наводиться НБУ в Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з фінансовими інструментами в банках України, а в Постанові Правління НБУ від 26.10.2015 р. № 732 надаються жорсткі критерії такого ринку. Зокрема, для боргових цінних паперів за період 30 календарних днів вимагаються щоденні двосторонні котирування зі спредом до 0,5%, виконання 10–30 договорів протягом 5–15 днів, денний обсяг торгів 1–5 млн грн, для акцій ПАТ за той самий період – розрахунок біржових курсів протягом 10 днів, відповідність іншим лістинговим умовам. Тобто НБУ бачить активним той ринок, де заявки подаються щодня, а дотримання інших вимог ліквідності контролюються за адекватний період – 30 календарних днів.

На відміну від НБУ, для НКЦПФР проблема недостатньої актуальності цін, що формуються на фондових біржах, стала очевидною не одразу. Так, рішенням НКЦПФР від 28.07.2016 р. № 808 були внесені зміни до Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, зокрема,

в частині визначення так званих «підозрілих» договорів. Ознаками таких договорів з цінними паперами на біржовому або позабіржовому ринку стала різниця між ціною договору та цінами, що формувалися на фондових біржах: для лістингових та індексних цінних паперів орієнтиром став останній розрахований біржовий курс (різниця $\geq 30\%$), для позалістингових цінних паперів – остання розрахована ціна закриття торговельного дня (різниця $\geq 50\%$). Далі рішенням НКЦПФР від 22.06.2017 р. № 460 були внесені зміни, згідно з якими різницю між цінами договорів і біржовим курсом для лістингових та індексних цінних паперів було скорочено з 30% до 20%. Проте суттєвішою проблемою було не відносне значення різниці між цінами договорів, що уклали торговці цінними паперами у власних інтересах чи інтересах клієнтів, а *тотальна неактуальність біржових курсів і цін закриття*. Згідно з рішенням НКЦПФР від 15.03.2018 р. № 142, через більше ніж 1,5 року після первинного рішення, у визначенні «підозрілих» договорів нарешті з'явилися критерії придатності цінових орієнтирів у контексті часу їх формування.

Який же критерій актуальності пропонує регулятор фондового ринку? Тиждень? Місяць? Ні, такими вузькими діапазонами часу наш постійно реформований ринок не досягнути. НКЦПФР вимагає порівнювати ціни договорів з останніми значеннями біржового курсу чи ціни закриття, розрахованими протягом 12 місяців. Цілого року! Добре, хоч не відродили традиції радянських п'ятирічок!

Таким чином, з точки зору НКЦПФР, ціни, сформовані на біржі рік тому, є цілком актуальними і саме з ними необхідно порівнювати ціни поточних угод. Навряд чи такий підхід достатньо обґрунтований, якщо врахувати, що за рік, наприклад, основний індекс акцій в Україні може змінитися на 71–75%. І це, як вже зазначалося, позитивно сприймається НКЦПФР.

З огляду на це, основним критерієм актуальності цін цінних паперів у сфері компетенції НКЦПФР у більшості випадків є рік – на відміну від інших регуляторів (табл. 1.11).

Проте, навіть за таких мінімальних вимог НКЦПФР до актуальності цін, переважна більшість цінних паперів у біржовому обігу на Україні не має адекватних цінових орієнтирів, оскільки

Таблиця 1.11

**Порівняння критеріїв актуальності цін цінних паперів
у нормативно-правових актах окремих регуляторів**

Предмет визначення	Ознака регулювання	Період	Регулятор, документ
Справедлива вартість ЦП	Наявність активного ринку: в боргових ЦП (в т. ч. державних) – наявність щоденних двосторонніх цін котирування, виконання договорів купівлі-продажу; акцій ПАТ – розрахунок біржових курсів	30 календ. днів	НБУ. Порядок оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності НБУ або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань (пункти 9–10, розділу II)
Ринкова вартість емісійних ЦП	Середній біржовий курс	3 місяці	Закон України «Про акціонерні товариства» (стаття 8)
Ціна придбання (продажу) акцій	Найвища ціна набуття власності на акції	12 місяців	Закон України «Про акціонерні товариства» (статті 65, 65 ¹ , 65 ²)
"Підозрілі" договори	Відхилення ціни угоди від біржового курсу або ціни закриття	12 місяців	НКЦПФР, Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами (розділ II)
Ознаки фіктивності	Контроль регулярної річної звітності емітента	Рік	НКЦПФР, Положення про функціонування фондових бірж (пункт 8 розділу III)
Цінова нестабільність	Відхилення поточної ціни від попереднього значення ціни закриття	Немає	НКЦПФР, Положення про функціонування фондових бірж (пункт 13 розділу III)

Джерело: складено відповідно до законодавства та нормативно-правових актів НБУ та НКЦПФР.

біржові курси та ціни закриття за 90–95% випусків цінних паперів розраховувалися більше ніж рік тому або не розраховувалися взагалі.

Суттєвою проблемою є відсутність у Положенні про функціонування фондових бірж критеріїв актуальності цін закриття для визначення ситуацій цінової нестабільності, тобто відхилення поточної ціни від попереднього значення ціни закриття. З огляду на констатовану нерегулярність торгів більшістю цінних паперів, ціна закриття востаннє може бути розрахована на підставі біржових торгів, які відбулися багато місяців тому. При цьому в ситуації цінової нестабільності біржі мають приймати важливі рішення: про доцільність (необхідність) зупинення біржових торгів, проведення перевірки та отримання пояснень від учасників торгів, звітування до НКЦПФР, оприлюднення відомостей про цінову нестабільність. І все це – без встановлених регулятором критеріїв актуальності попередніх цін закриття, з якими треба порівнювати поточні ціни.

1.3.4. Ціноутворення на нерозвиненому фондовому ринку: особливості та проблеми

1.3.4.1. Особливості формування біржових цін. Адресні та безадресні заявки

Важливо наголосити, що рідкість розрахунку біржового курсу та ціни закриття є наслідком як загальної неліквідності ринку, так і непродуманого регулювання. Основні біржові цінові орієнтири в Україні (біржовий курс та ціна закриття) формуються винятково в режимі укладання договорів на підставі безадресних заявок. Тому нерідкісною є ситуація, коли біржові торги за цінними паперами є достатньо регулярними, але біржовий курс і ціна закриття не розраховуються, оскільки угоди укладаються за адресними заявками.

Зокрема, Порядок визначення біржового курсу цінного папера, затверджений рішенням НКЦПФР від 03.07.2015 р. № 933, вимагає від учасників торгів дотримання низки різнорідних і специфічних параметрів: певних умов розрахунків, використання

безадресних заявок, підтримання заявок у межах 15%–го спреду на обсяг не менше ніж 20–200 тис. грн, залежно від виду цінних паперів, і протягом не менше ніж 50% часу торговельної сесії¹⁴³.

Розрахунок цін закриття впорядковано Положенням про функціонування фондових бірж (затверджене рішенням НКЦПФР від 22.11.2012 р. № 1688), яке також вимагає наявності безадресних заявок і передбачає можливість зупинення торгів на годину чи до кінця торговельного дня у разі значного зменшення чи збільшення порівняно з попереднім значенням ціни закриття, а також відповідних перевірок і вимагання пояснень в учасників торгів з боку біржі та (або) НКЦПФР. Оскільки ціни закриття можуть формуватись і кілька місяців тому, а фактична ринкова ціна за цей час могла об'єктивно змінитися, то такі ситуації не є рідкістю та не спрощують життя ані біржам, ані інвесторам.

Крім того, саме факти розрахунку біржового курсу та динаміки ціни закриття НКЦПФР розглядає як підстави для прийняття рішень щодо наявності ознак маніпулювання.

Як наслідок, учасники ринку не бачать сенсу в таких складнощах і частіше торгують в умовах, які виключають розрахунок біржового курсу та (або) ціни закриття, тобто укладають договори на адресних умовах.

Таким чином, навіть за наявності регулярного попиту та пропозиції на цінні папери, найбільш значущі цінові орієнтири бірж (біржовий курс і ціна закриття) тривалий час залишаються неактуальними, оскільки інвестори не зацікавлені їх змінювати – це може призвести до правових ризиків.

Проте учасники ринку застосовують інші цінові орієнтири, що публікуються фондовими біржами як результати котирування, в тому числі орієнтири, які формуються в адресних умовах (кращі ціни адресних заявок на купівлю–продаж, середньозважені ціни або ціни останніх угод і відповідні доходності). Облікова політика більшості інвесторів, включаючи інституціональних і професійних учасників ринку (так само, як і нормативно–правові акти

¹⁴³ Детальний аналіз особливостей ціноутворення на фондових біржах, а також використовуваних термінів і понять, пов'язаних з ціноутворенням та маніпулюванням, наведено у главі 2.

НКЦПФР) не конкретизує достатнім чином, які саме результати котирування на фондовій біржі (сформовані в адресних чи безадресних умовах) мають застосовуватися для оцінки справедливої вартості цінних паперів в активах.

Крім того, для базового інструменту національного біржового ринку (державних облигацій) найприйнятнішим джерелом інформації про справедливу вартість тривалий час є не біржові котирування, а індикатори ціни та доходності, які в щоденному режимі розраховує та публікує НБУ із застосуванням параметричної моделі Нельсона-Сігела відповідно до Постанови Правління НБУ від 26.10.2015 р. № 732. При цьому базові криві безкупонної доходності та справедлива вартість державних облигацій розраховується НБУ на підставі не тільки безадресних, але й адресних біржових договорів і навіть позабіржових угод.

На жаль, подібний підхід можливий тільки для такого достатньо стандартизованого та надійного інструменту, як державні облигації: їхня вартість є доволі прогнозованою (через чітко встановлені строки обігу та умови виплати доходу), а ліквідність – порівняно високою (через можливість застосування як забезпечення за кредитними операціями – РЕПО, в тому числі з НБУ); внаслідок значної кількості інструментів в обігу, навіть за відсутності актуальних цін за окремим випуском облигацій, можуть бути застосовані цінові орієнтири інших випусків з подібними параметрами. Для інших видів цінних паперів (насамперед акцій, строк обігу яких необмежений, а вартість залежить від значного кола важкопрогнозованих зовнішніх і внутрішніх факторів) визначення справедливої вартості є суттєвою проблемою. Недарма стаття 8 Закону «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. № 514-VI для визначення ринкової вартості акцій як альтернативу біржовому курсу, пропонує вартість, визначену відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав і професійну оціночну діяльність. Проте і щодо якості роботи оцінювачів майна є багато питань, якщо згадати історію української приватизації та актуального досвіду продажу цінних паперів з активів банків, що ліквідуються.

Для низки учасників торгів укладення біржових договорів саме в адресному режимі є навіть менш ризикованим, оскільки це

спрощує процедури внутрішнього погодження та мінімізує ризики compliance. У разі акцепту безадресної заявки член біржі може укласти договір з контрагентом (його клієнтом), який не відповідає вимогам compliance самого члена біржі чи його клієнта. У певних випадках це може призвести до розторгнення (анулювання) біржового договору. При обміні адресними заявками з регулярними та передбачуваними контрагентами такі ризики відсутні. Певною мірою ситуація може спрощуватись у разі розірвання угоди на два договори, де технічним покупцем і продавцем є ПАТ «Розрахунковий центр» як центральний контрагент. На практиці виокремити первісних покупця та продавця нескладно, і питання ризиків укладення угоди з контрагентом, що не відповідає вимогам compliance, залишається актуальним.

Спосіб укладення угоди на підставі безадресних (анонімних) заявок є більш конкурентним і потенційно сприяє визначенню більш об'єктивних цін, оскільки учасники торгів не можуть знати, хто саме подає безадресні заявки, тому обирають не заздалегідь визначеного контрагента, а заявку з кращими параметрами (насамперед, ціною), незалежно від того, хто подав заявку на торги.

Проте у світовій практиці режим торгів з використанням винятково безадресних заявок (Order-Driven Market, Electronic Order Book Transactions) не є єдиною можливою біржовою технологією. Біржі створюють різні режими торгів¹⁴⁴, щоб надати інвесторам максимальний спектр торговельних можливостей, у тому числі подання адресних заявок на ринках котирувань (адресних ринках, Quote-Driven Market, Off-Electronic Order Book Transactions, Negotiated deals), односторонніх аукціонів, ринках РЕПО тощо. Зокрема, важливим параметром заявки може стати не стільки ціна цінного папера, скільки обсяг (цікава учаснику торгів кількість цін-

¹⁴⁴ Відсутність в Україні чіткої та відповідної міжнародним підходам класифікації торговельних технологій, у тому числі нормативної, створює передумови для профанації понять. Зокрема, в світі торги за технологією ринку заявок передбачають виключно безадресні заявки та гарантування розрахунків за угодами внаслідок попереднього резервування активів: натомість на біржовому фондовому ринку України є приклади, коли на ринку заявок угоди укладаються на підставі адресних заявок, з відстроченим виконанням і без резервування активів.

них паперів може пропонуватися зовсім не за мінімальною ціною), умови розрахунків (ціна та доходність може суттєво залежати від дати виконання зобов'язань, зокрема, через відсоткові та валютні ризики, а також виплат за інструментом), передбачуваність контрагента (з точки зору compliance та в умовах, коли не створено дієву систему гарантій виконання зобов'язань, особливо за угодами з відстроченим виконанням).

Як наслідок, навіть на найбільших біржах світу спостерігається значна частка угод, укладених поза ринком заявок (табл. 1.8). Так, у 2017 р. на Nasdaq поза ринком заявок сформований обсяг угод з акціями в 22,1 трлн дол. (66% загального обсягу), на BATS Chi-X Europe – 5,1 трлн дол. (68%), на LSE Group – 2,5 трлн дол. (52%), на Euronext – 0,9 трлн дол. (32%), загалом по членах WFE – 34 трлн дол. (29% загального обсягу 117 трлн дол.).

На ринку боргових інструментів поза ринком заявок на біржах сформований обсяг угод 19,7 трлн дол. (84% загального обсягу торгів 23,3 трлн дол.), тож адресні угоди переважають.

Напевно, важливий не стільки формат заявок, на підставі яких укладаються договори на регульованому ринку, скільки ліквідність і зручність торгів для інвесторів, об'єктивність цінних орієнтирів. З огляду на домінування облігацій на біржовому ринку України, міжнародний досвід концентрації торгів облігаціями в режимі адресних угод і неконструктивну зарегульованість процедур ціноутворення на біржах України, основний обсяг угод і найбільш об'єктивні цінні орієнтири формуються в адресних умовах.

Нещодавно (рішенням НКЦПФР від 16.02.2018 р. № 92) до Положення про функціонування фондових бірж були внесені зміни, які покладають на фондові біржі обов'язок контролювати відхилення від ціни закриття не тільки безадресних, але й адресних заявок. Зважаючи на вже констатовану неактуальність значної частки цін закриття та відсутність адекватних стимулів для інвесторів торгувати в безадресному режимі та актуалізувати ціни закриття, цей крок може стати черговим фактором регуляторної демотивації учасників ринку та стимулювання інвесторів до міграції на позабіржовий ринок.

1.3.4.2. Операційні та інфраструктурні проблеми біржової торгівлі

Сучасна біржова торгівля – досить складний процес, який не зводиться лише до виставлення заявки в торговому терміналі фондової біржі.

Обслуговування провідними біржами світу одночасно тисяч брокерів і мільйонів їх клієнтів, а також обробка десятків мільйонів заявок на день щодо десятків тисяч інструментів стали можливими внаслідок автоматизації на всіх ланках ініціювання та виконання транзакції. Коли на найбільш ліквідних і технологічних біржах світу заявка інвестора виконується за лічені мікросекунди, то це вимагає створення біржею надійної та продуктивної торговельної платформи. Подання заявки на торги та укладення договору на біржі є частиною значно ширшого кола процедур, що виконуються не тільки біржею, але й значною кількістю суб'єктів інфраструктури фінансового ринку та вимагають багато часу та операційного навантаження.

В Україні в процесі ініціювання та виконання стандартної транзакції задіяні такі учасники ринку (рис. 1.11): торговці цінними паперами (надають клієнтам-інвесторам послуги з брокерського обслуговування); фондові біржі (забезпечують укладення договорів на підставі заявок, поданих торговцями цінними паперами, контролюють ліміти та спільні зобов'язання, ініціюють і відстежують розрахунки за угодами); депозитарій (в Україні їх два – для різних видів цінних паперів) і депозитарні установи (проводять розрахунки в цінних паперах); ПАТ «Розрахунковий центр» (спеціалізований банк, що проводить грошові розрахунки за угодами, укладеними за принципом «поставка проти оплати»).

Якщо розглядати цей процес з точки зору торговця цінними паперами, наприклад, банку, то подання заявок на біржові торги є складовою комплексу заходів з управління власним портфелем, виконання замовлень клієнтів, управління ліквідністю, в межах якого необхідно постійно аналізувати:

– ринкову кон'юнктуру (наявні та прогнозні ціни інструментів, ліквідність, доходність альтернативних напрямів інвестування, динаміку курсів, індексів, відсоткових ставок тощо);

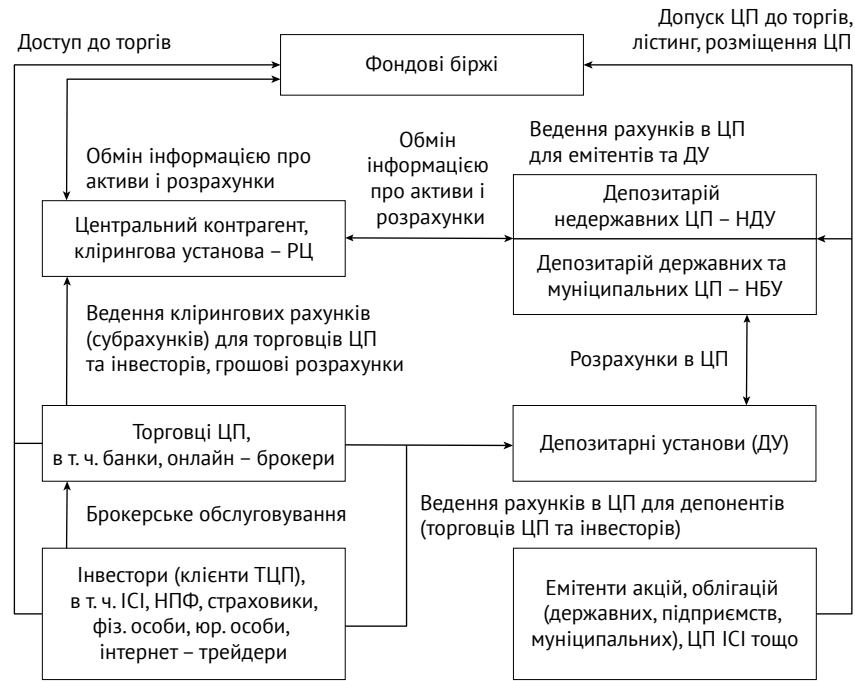


Рис. 1.11. Інфраструктура біржових торгів цінними паперами в Україні

Джерело: складено відповідно до законодавства та нормативно-правових актів НКЦПФР.

– стан інвестиційного портфеля (порівняння балансової вартості цінних паперів у власності з ринковими цінами, оцінка диверсифікації за структурою, цінами, ліквідністю, строком обігу, прийняття рішень про придбання, продаж, заміну інструментів у портфелі);

– фінансові наслідки продажу цінних паперів з портфеля (інвестиційна діяльність є ризикованою, тому неможливо гарантовано отримувати прибуток від кожного продажу);

– ліквідність (достатність фінансових ресурсів для укладення угод з купівлі-продажу цінних паперів, зважаючи на наявність зобов'язань за раніше укладеними договорами з цінними паперами та інші фінансові операції, в тому числі з кредитування, залучення депозитів);

– дотримання регуляторних (ліцензійних і пруденційних) нормативів;
– виконання замовлень клієнтів на купівлю-продаж цінних паперів;
– торговельну ситуацію (наявність на певній біржі чи поза біржами попиту та пропозиції на конкретні цінні папери, за якими прийнято рішення щодо купівлі-продажу).

Після остаточного прийняття та погодження рішень щодо можливості купівлі-продажу конкретних цінних паперів на фондовій біржі забезпечується наявність активів для укладення угоди чи низки угод: резервується необхідний обсяг коштів в ПАТ «Розрахунковий центр» і цінних паперів у депозитарній системі, причому для розрахунків за торгами на конкретній біржі.

На підставі інформації від ПАТ «Розрахунковий центр» про зарезервовані активи фондова біржа формує та відображає в терміналі торговця цінними паперами ліміти, в межах яких можуть укладатися біржові договори.

Член біржі подає заявку на торги на біржі. У разі наявності зацікавленості з боку інших учасників торгів (зустрічної заявки на аналогічних умовах) і відповідності заявок вимогам біржі укладається договір, який підлягає виконанню поточного дня або в іншу дату відповідно до поданих заявок.

Проведення розрахунків забезпечується завдяки автоматизованому обміну регламентною інформацією між фондовою біржею, ПАТ «Розрахунковий центр», відповідним депозитарієм і депозитарними установами, що обслуговують продавця та покупця.

Таким чином, виставлення заявки на торги та її виконання є результатом ретельного аналізу та прийняття інвестиційних рішень, досить непростих процедур стандартизованого інформаційного обміну та контролю за участі численних учасників ринкової інфраструктури.

1.3.4.3. Процедури контролю на фондовій біржі

З огляду на зростаючі вимоги нормативно-правових актів НКЦПФР (насамперед щодо функціонування фондових бірж і фінансового моніторингу), біржі мають контролювати всіх тор-

говців цінними паперами – членів біржі та емітентів цінних паперів, допущених до торгів. Вся інформація про їхні ідентифікаційні дані, зміни у них та відповідність нормативним вимогам потребує щоденної актуалізації. В іншому випадку в торгах може взяти участь торговець цінними паперами з припиненою ліцензією або буде укладено угоду з фінансовими інструментами, обіг яких на біржовому ринку припинений. Навіть якщо цього не сталося, регулятор може виявити невідповідність (неактуальність) даних, оскільки детальні відомості про допуск до торгів членів біржі та цінних паперів є складовою звітності (адміністративних даних) і мають оперативно оприлюднюватися на веб-сайті біржі, а звітність про укладені угоди складається на щоденній основі.

Же на етапі входу користувача до терміналу електронна торговельна система біржі перевіряє багато параметрів і може заблокувати доступ до торгів для членів біржі, в яких зупинено дію ліцензії торговця цінними паперами, введено тимчасову адміністрацію, несвоєчасно оновлені документи про зміну назви чи інші важливі ідентифікаційні дані, втратило чинність доручення уповноваженого представника або сертифікат на право професійної діяльності на ринку цінних паперів, закінчився строк дії сертифікату електронного підпису, не виконано необхідні платежі, припинено обслуговування суб'єктами інфраструктури клірингу та розрахунків, не оформлено отримання чи припинено доступ до окремих сегментів біржових торгів.

На етапі подання кожної заявки електронна торговельна система біржі перевіряє багато параметрів і може автоматично відхилити заявку у разі: недостатності зарезервованих активів (коштів або цінних паперів), невідповідності ціни заявки численним обмеженням (спреди, межі граничних відхилень, початкова ціна, крок ціни), невідповідності обсягу заявки встановленому лоту торгів, неповноті реквізитного складу заявки, спроби укласти угоду між двома різними торговцями цінними паперами в інтересах одного й того самого клієнта тощо.

Крім того, фондова біржа в ситуаціях цінової нестабільності, які визначені у пункті 13 розділу I Положення про функціонування фондових бірж, може (в певних випадках – зобов'язана)

зупинити на годину чи зовсім припинити цього дня торги окремим цінним папером або подібними цінними паперами (емітентів аналогічної та споріднених галузей).

Перевіряються всі обставини: чи відбулися надмірні цінові коливання з об'єктивних причин (зокрема, корпоративні події, виплати доходів чи частини номіналу за цінними паперами, недостатня актуальність ціни закриття, зміна офіційного курсу для цінних паперів, номінованих у валюті) або є підстави підозрювати наявність ознак маніпулювання на фондовій біржі.

Водночас виявлення ознак маніпулювання може проходити і в ситуаціях, коли ціни істотно не змінюються, і ситуації цінової нестабільності не виникали.

Фондова біржа (як і інші учасники фондового ринку України) перебуває в ситуації правової невизначеності щодо критеріїв маніпулювання, відсутності адекватного методичного забезпечення та як наслідок – суперечливого правозастосування НКЦПФР і судочинства (детальніше – у главах 2 і 3). У таких умовах формалізація та алгоритмізація автоматичного виявлення електронною торговельною системою угод, які можуть свідчити про маніпулювання, є на практиці утопічним завданням.

Висновки до Глави 1

Функціонування фондових ринків, як і будь-яких складних економічних механізмів, створює ризик унікальних (тобто непритаманних іншим ринкам) зловживань. Основні з них, які законодавчо виокремлюються у більшості країн з розвиненими фондовими ринками та вважаються найбільш тяжкими, стосуються маніпулювання з цінами та незаконного використання інсайдерської інформації.

Фундаментальними чинниками протидії ринковим зловживанням та інституційною основою відповідних регуляторних практик є ефективність боротьби з інформаційною асиметрією та об'єктивність ціноутворення на фінансові інструменти, що визначається ступенем розвитку ринку та ліквідністю.

Суб'єкти жінституційно та функціонально незрілих фондових ринків (до яких належить і вітчизняний) внаслідок чинників як принципового характеру (зацікавленість емітентів та інвесторів в ефективному та конкурентному залученні й розміщенні капіталу), так і супутнього (значний розмір, ліквідність, регульованість, прозорість), значно менше захищені від негативного впливу зловживань на ринку. За відсутності на фондовому ринку актуальних і надійних цінових орієнтирів та суб'єктивності критеріїв регулятора у питаннях маніпулювання на тлі тотальної неліквідності ринку (що значною мірою характерно для України) виокремити випадки зловживань досить складно, якщо взагалі можливо.

Аналіз природи виникнення та проявів структурно-функціональних деформацій фондового ринку України дав підстави констатувати:

1) відсутність зацікавленості емітентів у залученні капіталу та об'єктивній ціні на випущені ними цінні папери:

– за весь період існування вітчизняного фондового ринку не відомо жодного випадку залучення капіталу через публічну пропозицію цінних паперів;

– державна політика щодо регулювання акціонерних товариств спотворила ринкову сутність публічних компаній;

2) об'єктивні причини триваючої нерозвиненості та непривабливості національного ринку капіталу:

– олігархічний характер економіки з домінуванням напівсировинної спеціалізації фактично консервує нинішній стан ринку з його ключовими вадами (неліквідністю, обмеженим інструментарієм, неспроможність формування об'єктивних цін);

– на ринку практично відсутні інструменти з високими інвестиційними характеристиками (єдиним винятком є державні облігації, які домінують на національному ринку за часткою в обсязі біржових торгів і в активах найбільш значущих фінансових інститутів);

3) неадекватний характер регуляторних практик:

– система регулювання фондового ринку в Україні не відповідає його об'єктивному стану, регулювання, по суті, імітується; поняття підмінюються та використовуються формально, зокрема, за відсутності публічних випусків, попри європейську практику,

фактично регулюються виключно непублічні компанії (емітенти, що здійснили приватну пропозицію);

– основною метою регулятора вбачається збільшення повноважень і фінансування, що виправдовується активним порушенням справ щодо зловживання ринком (маніпулювання);

4) неліквідність, відсутність актуальних і надійних цінових орієнтирів:

– через низьку ліквідність більшість цінних паперів, допущених до біржових торгів, фактично не мають активного ринку, угоди за ними відсутні протягом значних проміжків часу, а біржові цінові орієнтири або відсутні, або неактуальні;

– специфіка регулювання ціноутворення на українських фондових біржах не враховує низької ліквідності та особливостей формування цін (зокрема, за угодами з відстроченими виконанням, РЕПО, з цінними паперами, деномінованими в валюті) та дестимулює учасників торгів укладати угоди – як у найконкурентніших умовах (в безадресному режимі), так і з іншими торговельними технологіями;

– базовий сегмент фондового ринку (ринок акцій) продукує недостовірні ціни та бенчмарки (індекси, капіталізацію, мультиплікатори), проте для державних облігацій існують бенчмарки, що спрощують оцінку справедливої вартості;

– в умовах відсутності актуальних і надійних цінових орієнтирів на фондовому ринку та суб'єктивності критеріїв регулятора у питаннях маніпулювання виокремлення випадків зловживань на тлі тотальної неліквідності ринку виглядає досить умовним.

У підсумку це означає, що:

1. Багаторічний національний експеримент щодо створення фондового ринку за рахунок приватизації та законодавчого примушення підприємств існувати саме в організаційно-правовій формі акціонерного товариства та забезпечувати публічність (попри те, що емітенти не бачили в цьому жодного сенсу), закінчився, як і очікувалося, невдало. Тривале спотворення об'єктивних ринкових практик завершилася профанацією у вигляді суто української інтерпретації процедури squeeze-out.

2. На фондовому ринку України внаслідок низки об'єктивних (соціально-економічних) і суб'єктивних (спотворене регулювання)

причин відсутні умови та можливості для формування справедливих цін на переважну більшість фінансових інструментів (виняток становлять лише державні облигації). Тобто будь-які біржові ціни, в тому числі на цінні папери, що використовуються для розрахунку біржових фондових індексів, від самого початку є штучними, а так звані «дійсні» ціни на ринку просто не існують. Саме цим пояснюється щорічне приголомшливе зростання українських фондових індексів.

З формальної точки зору, можна припустити, що будь-яке ціноутворення на українському фондовому ринку є маніпулюванням. Проте це буде підміна понять, оскільки економічна природа маніпулювання полягає в штучному спотворенні саме об'єктивних цін. Водночас об'єктивні ціни можуть сформуватися лише за умов на кілька порядків вищої ліквідності, конкурентності, адекватного регулювання і тільки за інструментарієм публічних компаній, зацікавлених в існуванні таких об'єктивних цін. При цьому наявна біржова та розрахункова інфраструктура технологічно цілком спроможна витримати зростання ліквідності (кількості та обсягів трансакцій, кількості фінансових інструментів, учасників торгів та їхніх клієнтів) на кілька порядків – до показників, відповідних ринку, здатному значно ефективніше визначати справедливі ціни фінансових інструментів і протидіяти зловживанням.

Г Л А В А 2

ЗЛОВЖИВАННЯ НА РИНКАХ КАПІТАЛІВ: ІНСТИТУЦІЙНИЙ КОНТЕКСТ

§ 1. Злочини на фондовому ринку: адекватність чинних кримінально-правових норм суспільно-економічним реаліям

2.1.1. Норми Кримінального кодексу України щодо злочинів на фондовому ринку

У розділі VII ККУ «Злочини у сфері господарчої діяльності» містяться кілька статей, які можна виокремити в групу «фондових» злочинів. Їх перелік невеликий:

- **Стаття 199.** Виготовлення, зберігання, придбання, перевезення, пересилання, ввезення в Україну з метою використання при продажу товарів, збуту або збут підроблених грошей, державних цінних паперів, білетів державної лотереї, марок акцизного податку чи голографічних захисних елементів.
- **Стаття 222.** Шахрайство з фінансовими ресурсами.
- **Стаття 222¹.** Маніпулювання на фондовому ринку.
- **Стаття 223¹.** Підроблення документів, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів.
- **Стаття 223².** Порушення порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів.
- **Стаття 224.** Виготовлення, збут та використання підроблених недержавних цінних паперів.

- **Стаття 232¹. Незаконне використання інсайдерської інформації.**
- **Стаття 232². Приховування інформації про діяльність емітента.**

З наведеного переліку лише три статті (199, 222, 224) можна вважати «традиційними», тобто такими, що містяться в ККУ з моменту його прийняття в новій редакції в 2001 р. Решта статей є достатньо «новими» – ними ККУ був доповнений протягом останнього часу, що цілком закономірно, адже історія фондового ринку в Україні налічує лише пару десятиліть.

Наявний перелік спеціальних норм ККУ не є вичерпним щодо можливих злочинів на фондовому ринку. У цьому контексті доречно згадати гучні скандали на фондовому ринку України, що мали саме кримінальне підґрунтя: зокрема, масове ошукування власників облігацій з боку їх емітентів (див. пункт 2.1.2 § 1 глави 2), фактичне викрадення в «Фоїл Сек'юритіз» цінних паперів депонентів (див. Вставку 2.1 у пункті 2.1.5 § 1 глави 2) тощо.

Потенційна (хоча в Україні – на жаль, не фактична) роль фондового ринку, з огляду на його здатність акумулювати та перерозподіляти великі фінансові ресурси, спеціальна термінологія, значний обсяг спеціального законодавчого та нормативно-правового регулювання, з одного боку, обумовлює необхідність спеціального кримінального забезпечення щодо «фондових» злочинів, з іншого боку, привертає увагу наявний важливий дисонанс у суто українських і європейських підходах до визначення зловживань на фондовому ринку: на відміну від України, в Європейському Союзі ключові акценти сфокусовані винятково на маніпулюванні ринком та незаконному використанні інсайдерської інформації.

У цьому контексті виникає ряд запитань. Чи дійсно всі злочини, перелічені у «фондових» статтях ККУ, настільки є специфічними, що потребують спеціальної диспозиції? Чи всі можливі злочини на фондовому ринку передбачені або повинні бути передбачені спеціальними статтями ККУ? Чи дійсно спеціальні статті ККУ мають безпосереднє відношення до фондового ринку та є ефективною заборонною нормою для зловживань на фондовому ринку?

За даними Державної судової адміністрації України, протягом 2006–2017 рр., тобто з моменту включення до складу ККУ першої з «фондових» статей (статті 232¹ «Незаконне використання інсайдерської інформації»), за статтями 222, 222¹, 223¹, 223², 232¹ та 232² **судами не було винесено жодного обвинувального вироку.**

Отже, можна сформулювати такі гіпотези:

наявність спеціальної норми в ККУ є надуманою та не відповідає реальному стану розвитку фондового ринку України – тобто не існує передумов (можливостей) скоювати злочини, передбачені відповідними статтями ККУ;

наявна норма ККУ є застарілою;

норма ККУ викладена в недосконалий спосіб, що не дозволяє застосувати її на практиці.

Реальне існування підстав для будь-якої з таких гіпотез робить неможливим виявлення відповідних фактів, а також збирання та фіксації належних і допустимих доказів, що підтверджують ці факти.

Саме шляхом перевірки сформульованих гіпотез і спроби відповісти на поставлені запитання наведено стислий огляд спеціальних статей ККУ з метою виокремлення об'єктивно актуальних та перспективних проблем.

Цей огляд не є коментарем у традиційному сенсі – така мета і не ставилася (текст статей наведено виключно для зручності читачів).

2.1.2. Стаття 222. Шахрайство з фінансовими ресурсами

1. Надання завідомо неправдивої інформації органам державної влади, органам влади Автономної Республіки Крим чи органам місцевого самоврядування, банкам або іншим кредиторам з метою одержання субсидій, субвенцій, дотацій, кредитів чи пільг щодо податків у разі відсутності ознак злочину проти власності – карається штрафом від однієї тисячі до трьох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

2. Ті самі дії, якщо вони вчинені повторно або завдали великої матеріальної шкоди, – караються штрафом від трьох тисяч до десяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

(Стаття 222 із змінами, внесеними згідно із законами від 15.04.2008 р. № 270-VI, від 22.09.2011 р. № 3795-VI, від 15.11.2011 р. № 4025-VI).

Насамперед, необхідно звернути увагу на принципову невідповідність назви та змісту статті 222 ККУ. З формально-термінологічної точки зору, ця стаття начебто не має прямого відношення до фондового ринку: вона виокремлює спеціальний різновид шахрайства та позиціонується як домінуюча серед шахрайських злочинів на фінансовому ринку взагалі і на фондовому ринку зокрема. Насправді ж, з огляду на зміст, стаття 222 ККУ стосується досить вузької та специфічної форми шахрайства – надання неправдивої інформації при отриманні кредитів, субсидій, субвенцій, дотацій чи пільг щодо податків, тобто зміст статті є значно вужчим за її назву.

Назва статті 222 ККУ створює враження, що у ній йдеться про звичайне шахрайство як форму заволодіння, предметом якого є специфічне майно – фінансові ресурси. Між тим, як вважають фахівці з приводу вжитого у диспозиції статті 222 ККУ застереження «у разі відсутності ознак злочину проти власності», термін «шахрайство» використано у назві цієї статті з порушенням правил законодавчої техніки. Семантичне та логічне тлумачення словосполучення «шахрайство з фінансовими ресурсами» дає підстави для висновку, що воно є окремим видом більш загального поняття «шахрайство», однак насправді шахрайство з фінансовими ресурсами має місце за відсутності ознак шахрайства як злочину проти власності¹. Можливо, що термін «шахрайство» використаний у назві статті 222 ККУ з метою акцентувати увагу на обмані як ключовій характеристиці аналізованого злочину. Інша річ, що таке прагнення законодавця не знайшло свого логічного завершення:

¹ Гурова Н. О. Кримінальна відповідальність за шахрайство з фінансовими ресурсами. *Новий Кримінальний кодекс України: Питання застосування і вивчення: матер. міжнар. наук.-практ. конф. Харків, 25–26 жовтня 2001 р.* / Ред. кол. Сташис В. В. (голов. ред.) та ін. Київ – Харків: Юрінком Інтер, 2002. С. 161.

диспозиція статті 222 ККУ, передбачаючи караність надання за відомо неправдивої інформації, прямо не вказує на те, що у такий спосіб адресат інформації вводиться в оману.

Прогалини такого термінологічного підходу унаочнили події на фондовому ринку України протягом 2008–2011 рр., коли під впливом наслідків світової фінансової кризи об'єктивно розпочалися масові невиконання за корпоративними облігаціями, (т. зв. дефолти²). При цьому низка компаній – емітентів облігацій, точніше, їхні власники, скористалися кризою як приводом і також припинили виплати за облігаціями та почали виводити активи на інші компанії, підконтрольні тим самим власникам. Ошукані облігаціонери почали звертатися до правоохоронних органів, а ті, у свою чергу, почали порушувати кримінальні справи саме за статтею 222 ККУ.

З формальної точки зору, порушення кримінальних справ саме за цією статтею було логічним: це ж не що інше, як шахрайство з фінансовими ресурсами. Однак за фактом кримінальні справи «розсипалися»³, бо довести надання недостовірної ін-

² До 2008 р. дефолти за корпоративними облігаціями в Україні були досить епізодичним явищем. За даними РА «Кредит-Рейтинг», за 2005–2007 рр. їх було лише 7, натомість протягом наступних 3-х років (2008–2010 рр.) зафіксовано 106 дефолтів – як так званих «технічних», так і фактичних (відмова платити за облігаціями взагалі), певна частка яких мала наслідком не реструктуризацію зобов'язань, а банкрутство емітента. Серед емітентів, які прострочили або взагалі не виконали свої зобов'язання, наявні компанії з різних секторів економіки, але найвідомішими на ринку були дефолти компаній-ритейлерів (ТОВ «Караван», ТОВ «Руш», ТОВ «Омега», ТОВ «ТК «Інтермаркет», ТОВ «Сіті Ком»), підприємств харчової галузі (ТОВ «Інсахарпром-К», ТОВ «Черкаська птахофабрика», ЗАТ ПК «Поділля»), будівельних компаній та навіть банків (АКБ «Імексбанк», АТ АБ «Укр-газбанк», АКБ «Європейський», ВАТ «Кредитпромбанк»). У цілому відсоток дефолтів від загальної кількості компаній, що отримали кредитний рейтинг, зріс з 0,56% у 2005 р. до 10,12% у 2009 р. (Див.: Концепція розвитку ринку емісійних боргових цінних паперів / Асоціація «Українські Фондові Торговці». Дніпро, 2011. 47 с. URL: http://www.aust.com.ua/docs%5Cnews%5Cконцепция_07062012_финал.doc).

³ Найгучніший на фондовому ринку скандал розгорівся з облігаціями торговельної мережі «Караван». Ритейлер спочатку прострочив купонні виплати, а потім оголосив про достроковий викуп облігацій за половину номінальної ціни. Щоб захиститися від претензій кредиторів, власники компанії, за інформацією, розміщеною на сайті СРО УАІБ, без відома облігаціонерів списали з балансу емітента облігацій (ТОВ «Караван») активи та перевели їх на рахунок компанії

формації при реєстрації емісії облігацій не вдалося (термін «облігаційна позика» не згадується у цій статті), а очевидна наявність злочинів проти власності не дозволила скористатися цією статтею. Можливо, певну роль у цьому зіграв корупційний інтерес. Як наслідок – невдала термінологія назви статті та відповідна хибна класифікація злочину правоохоронними органами дозволила шахраям залишитися безкарними, а тисячі ошуканих власників облігацій понесли збитки, які їм, звісно, ніхто не компенсував.

Масштабність цих потрясінь настільки підірвала довіру інвесторів до корпоративних облігацій, що з того часу ринок корпоративного боргу (який активно розвивався до 2008 р.) досі не відродився⁴. І без змін у чинному законодавстві у напрямі посилення захисту інтересів облігаціонерів сподіватися на його відродження не варто.

Наведений приклад з вичерпною повнотою ілюструє, що в нинішній диспозиції стаття 222 ККУ не має стосунку до фондового ринку і при класифікації описаних кримінальних злочинів повинне застосовуватися загальнокримінальне шахрайство (стаття 190 ККУ).

2.1.3. Заборона виготовлення та використання підроблених цінних паперів (статті 199 та 224)

Стаття 199. Виготовлення, зберігання, придбання, перевезення, пересилання, ввезення в Україну з метою використання при продажу товарів, збуту або збут підроблених грошей, державних цінних паперів, білетів державної лотереї, марок акцизного податку чи голографічних захисних елементів.

«Адвентіс», яка «веде фінансово-господарську діяльність у київському гіпермаркеті «Караван». Ще у 2009 р. щодо ТОВ «Караван» було порушено кримінальну справу. Однак інвестори так і не змогли повернути свої кошти.

⁴ Обсяг торгів облігаціями підприємств в Україні скоротився за 10 років майже в 7 раз – з 205 млрд грн у 2008 р. до 30 млрд грн у 2017 р. (на біржовому ринку – втричі: з 17 до 6 млрд грн відповідно). Істотно (в 5 разів) зменшився обсяг емісії цих облігацій підприємств – з 44,5 млрд грн у 2007 р. до 8,4 млрд грн у 2017 р.

1. Виготовлення, зберігання, придбання, перевезення, пересилання, ввезення в Україну з метою використання при продажу товарів, збуту, а також збут незаконно виготовлених, одержаних чи підроблених марок акцизного податку, голографічних захисних елементів, підробленої національної валюти України у виді банкнот чи металеві монети, іноземної валюти, державних цінних паперів чи білетів державної лотереї – караються позбавленням волі на строк від трьох до семи років.

2. Ті самі дії, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб чи у великому розмірі, – караються позбавленням волі на строк від п'яти до десяти років з конфіскацією майна.

3. Дії, передбачені частинами першою або другою цієї статті, вчинені організованою групою чи в особливо великому розмірі, – караються позбавленням волі на строк від восьми до дванадцяти років з конфіскацією майна.

Примітка. Дії, передбачені цією статтею, вважаються вчиненими у великому розмірі, якщо сума підробки удвісті і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян; в особливо великому розмірі – якщо сума підробки учотириста і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

(Стаття 199 із змінами, внесеними згідно із законами від 18.09.2012 р. № 5283-VI та від 28.12.2014 р. № 71-VIII)

Стаття 224. Виготовлення, збут та використання підроблених недержавних цінних паперів.

1. Виготовлення з метою збуту, збут чи використання іншим чином підроблених недержавних цінних паперів – караються штрафом від однієї тисячі до двох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

2. Дії, передбачені частиною першою цієї статті, якщо вони вчинені повторно або якщо вони завдали великої матеріальної шкоди, – караються штрафом від трьох тисяч до десяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

3. Дії, передбачені частинами першою або другою цієї статті, якщо вони вчинені організованою групою або якщо вони завдали особливо великої матеріальної шкоди, – караються штрафом від десяти тисяч до п'ятнадцяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

Примітка: 1. Повторним у статті 224 визнається злочин, вчинений особою, яка раніше вчинила злочин, передбачений цією статтею або статтею 199 цього Кодексу.

2. Відповідно до цієї статті матеріальна шкода вважається великою, якщо вона утриста і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян, а особливо великою – така, що утисячу і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

(Стаття 224 із змінами, внесеними згідно із Законом від 15.11.2011 р. № 4025-VI)

Хоча ККУ містить дві статті, присвячені забороні виготовлення та використання підроблених цінних паперів – державних (стаття 199) та недержавних (стаття 224), тепер в Україні кількість видів цінних паперів, які хоча б теоретично можуть існувати в документарній формі, доволі обмежена.

Виключно в документарній формі існують векселі, ощадні (депозитні) сертифікати (банків), заставні⁵.

Лише три види цінних паперів можуть існувати у документарній або бездокументарній формі (казначейські зобов'язання України⁶, іменні сертифікати фонду операцій з нерухомістю, іпо-

⁵ Статті 13, 14 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>); стаття 21 Закону України «Про іпотеку» від 05.06.2003 р. № 898-IV (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/898-15>).

⁶ Стаття 11 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»; стаття 41 Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» від 19.06.2003 р. № 978-IV (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/978-15>); стаття 21 Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19.06.2003 р. № 979-IV (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/979-15>).

течні сертифікати, але фактично обіг іменних сертифікатів ФОН та іпотечних сертифікатів наразі можливий лише у бездокументарній формі⁷).

Наразі 9 видів цінних паперів можуть існувати виключно в бездокументарній формі: акції, акції корпоративного інвестиційного фонду, корпоративні облигації, облигації місцевих позик, облигації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, державні облигації України, іпотечні облигації, інвестиційні сертифікати, опціонні сертифікати⁸. При цьому у 2018 р. як альтернативу документарних ощадних (депозитних) сертифікатів було ініційовано можливість випуску та обігу бездокументарних банківських сертифікатів⁹,

⁷ Після набрання чинності Законом України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 р. № 5178-VI (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>) Положення про вимоги до сертифікатів цінних паперів документарної форми існування (затверджене рішенням ДКЦПФР від 31.07.1998 р. № 95) втратило чинність на підставі рішення НКЦПФР від 24.12.2013 р. № 2945 (URL: <https://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0048-14>). Отже, нормативної бази НКЦПФР, яка б регулювала випуск нових сертифікатів ФОН та іпотечних сертифікатів у документарній формі, наразі не існує. Натомість випуск зазначених фінансових інструментів у бездокументарній формі врегульовано, зокрема, рішеннями НКЦПФР від 29.11.2016 р. № 1174 (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1711-16>) та від 21.03.2006 р. № 187 (URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE12325.html).

⁸ Статті 6, 6¹, 7, 8², 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>); пункт 2 статті 20 Закону України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. № 514-VI (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/514-17>); стаття 51 Закону України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 р. № 5080-VI (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>); стаття 4 Закону України «Про іпотечні облигації» від 22.12.2005 р. № 3273-IV (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3273-15>); пункт 8 Рішення НКЦПФР від 23.03.2017 р. № 209 «Про затвердження Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії» (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0525-17>).

⁹ Див. Проект Закону України «Про внесення змін до деяких законів України щодо фінансових інструментів банків» від 03.09.2018 р. № 9034 (URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=64529). За даними НБУ, ощадні (депозитні) сертифікати на пред'явника є основною складовою цінних паперів, випущених банками. Станом на 31.12.2018 р. банками України випущено цінних паперів на 4205 млн грн, у тому числі депозитних сертифікатів – 3685 млн грн (88%), облигацій – 499 млн грн (12%) (URL: https://bank.gov.ua/files/3.5-Securities_liabilities.xls). Проте обіг депозитних сертифікатів обмежується відносинами банків і вкладників.

а у 2013 р. було законодавчо врегульовано можливість існування фінансових (казначейських і банківських) векселів, виданих як електронний документ¹⁰.

Депозитні сертифікати НБУ віднесено не до емісійних ЦП, а до монетарних інструментів, які існують у специфічній формі записів на рахунках у системі кількісного обліку СЕРТИФ (з іменною ідентифікацією власників на підставі реєстру власників)¹¹. Фактично форма їхнього існування подібна до бездокументарної.

Отже, сьогодні під критерії статей 199 та 224 ККУ фактично підпадають лише векселі, заставні, казначейські зобов'язання України та ощадні (депозитні) сертифікати. За даними НКЦПФР, обсяг торгівлі цими фінансовими інструментами досить незначний з низхідною динамікою¹². Не в останню чергу завдяки тому, що регуляторне законодавство стимулює витіснення документарних (паперових) цінних паперів з фондового ринку (за раху-

¹⁰ Відповідні зміни до законодавства щодо фінансових векселів були внесені Законом України «Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких інших законів України щодо фінансових векселів» від 04.07.2013 р. № 407-VII (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/407-18>). Обіг векселів у традиційній документарній формі є все ще значущим і природним. Втім серед учасників ринку існує зрозумілий скепсис щодо використання векселів, зокрема, через адміністративні обмеження (насамперед, прискіпливе ставлення до цього інструменту суб'єктами первинного фінансового моніторингу), а також поки що невдалу спробу влади впровадити електронні векселі, хоча у світі є позитивні приклади реалізації таких ініціатив.

¹¹ Постанова Правління НБУ «Про затвердження Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи» від 17.09.2015 р. № 615 (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15>).

¹² Відповідно до звіту НКЦПФР за 2016 р., обсяг торгів цими фінансовими інструментами демонструє стабільне скорочення, не відіграє суттєвої ролі в сукупному обороті фондового ринку та має винятково позабіржовий характер: векселі – скорочення обсягу торгів на фондовому ринку за період 2012–2016 рр. з 412,06 до 21,08 млрд грн (з 16,28% до 0,99% загального обсягу), казначейські зобов'язання – скорочення обсягу торгів за період 2013–2016 рр. з 12,03 до 0,09 млрд грн (з 0,72% до 0,004%), заставні цінні папери – скорочення обсягу торгів за період 2012–2016 рр. з 1,24 до 0,01 млрд грн (з 0,05% до 0,0005%). У звіті НКЦПФР за 2017 р. обсяг торгів цими фінансовими інструментами взагалі не зазначається.

нок поширення на операції з ними процедур фінансового моніторингу), унеможливорює їх випуск на рівні нормативно-правових документів тощо.

В юридичній літературі дискутується питання поширення дії статей 199 та 224 ККУ на бездокументарні цінні папери. Подібні намагання вбачаються безпідставними з таких причин.

По-перше, твердження, що «бездокументарним цінним папером є обліковий запис на рахунку в цінних паперах у системі депозитарного обліку»¹³, є щонайменше нелогічним, оскільки не можна ототожнити річ (навіть якщо вона існує віртуально) та запис про річ.

По-друге, необхідно врахувати механізм функціонування депозитарної системи України. Підроблення цінних паперів передбачає або створення цінних паперів неіснуючого емітента, або створення додаткових (до вже наявних) цінних паперів. Початкове (під час первинного розміщення) зарахування цінних паперів на рахунок депонента в депозитарній установі можливе тільки з емісійного рахунку, який відкриває емітенту виключно депозитарій цінних паперів (НДУ або НБУ), на підставі документів про державну реєстрацію цінних паперів. Тобто, з одного боку, випуск бездокументарних цінних паперів неіснуючої юридичної особи є надскладним та «невиправданим» з точки зору зиску злочинного діяння¹⁴, а з іншого – виникнення «додаткових» цінних паперів вже наявної емісії на рахунках депонентів у депозитарних установах неможливо відобразити в депозитарії цінних паперів, оскільки кількість цінних паперів на рахунках депозитарних установ, відкритих у депозитаріях, щільно кореспондується із загальною кількістю цінних паперів відповідної емісії на вже згадуваних емісійних рахунках. Отже, «додаткові» цінні папери одразу стають «зайвими» їхній «збут», тобто відчуження іншій особі, стане

¹³ Волинець Р. А. Кримінально-правова охорона фондового ринку: сучасний стан та перспективи вдосконалення: монографія. Київ: Дакор, 2018. С. 196.

¹⁴ Варто нагадати, що до листопада 2011 р. в ККУ була чинною навіть спеціальна стаття 223 «Розміщення цінних паперів без реєстрації емісії», що була скасована Законом України від 15.11.2011 р. № 4025-VI.

неможливим. Саме для унеможливлення в тому числі подібних ситуацій існує депозитарна система¹⁵.

По-третє, оскільки бездокументарні цінні папери не існують ані в документарній формі, ані у формі електронних документів, отже, не можуть бути візуалізовані (тобто представлені суто наочно, доступно для сприймання його змісту людиною¹⁶), то, відповідно, навіть теоретично не вбачається можливим створити предмет злочину, який би підпадав під критерії статей 199 та 224 ККУ – підроблені цінні папери, що мають значну схожість зі справжніми.

З тих самих підстав надто гіпотетичним вбачається такий злочин, як реалізація акцій, що підлягають погашенню, після реорганізації акціонерного товариства-емітента акцій, якщо факт такої реорганізації приховується зацікавленими особами, описаний в деяких працях з кримінального права^{17, 18} (автори згаданих праць пропонують кваліфікувати це не як злочин, передбачений статтею 224 ККУ, а як шахрайство). Чинне законодавство України щодо бездокументарних цінних паперів¹⁹ унеможливорює одночасне існування акцій акціонерного товариства, що вже реорганізувалося, та реорганізованого.

З огляду на буквальний зміст диспозиції статей 199 та 224 ККУ, в юридичній літературі також дискутується тема т. зв. «замінників цінних паперів», до яких належать виписки з рахунку у цінних паперах та інші подібні документи (зокрема, випис-

¹⁵ Закон України «Про депозитарну систему України»; Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про провадження депозитарної діяльності» від 23.04.2013 р. № 735 (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1084-13>).

¹⁶ Стаття 5 Закону України «Про електронні документи та електронний документообіг» від 22.05.2013 р. № 851-IV (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/851-15>).

¹⁷ Науково-практичний коментар Кримінального кодексу України / за ред. М. І. Мельника, М. І. Хавронюка. 10-те вид., переробл. та допов. Київ: Дакор, 2018. С. 688–689.

¹⁸ Кримінальне право (Особлива частина): підручник у 2 т. / за ред. О. О. Дудорова, Є. О. Письменського. Луганськ: Елтон-2, 2012. Т. 1. С. 453.

¹⁹ Рішення НКЦПФР «Про затвердження Порядку здійснення емісії та реєстрації випуску акцій акціонерних товариств, які створюються шляхом злиття, поділу, виділу чи перетворення або до яких здійснюється приєднання» від 09.04.2013 р. № 520 (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0795-13>).

ки з рахунків депозитарного обліку, виписки з реєстрів власників іменних цінних паперів, тимчасові свідоцтва, видані особам, які придбавають цінні папери, виписка про стан особового рахунку). Зазначене стосується і сертифіката цінного папера, який не є власне цінним папером, а документом, що підтверджує право власності особи на певну кількість тих чи інших цінних паперів. Законом встановлюються вимоги щодо обсягу інформації, яка має відобразитись у сертифікатах окремих видів цінних паперів (акцій, облигацій, казначейських зобов'язань України тощо). Так, у сертифікаті акції (акцій) зазначаються вид цінного папера, найменування акціонерного товариства, серія і номер сертифіката, міжнародний ідентифікаційний номер цінного папера, тип і клас акцій, номінальна вартість акції, кількість акцій, що належить власникові за таким сертифікатом, ім'я (найменування) власника, підпис керівника емітента або іншої уповноваженої особи, засвідчений печаткою емітента або уповноваженої особи (частина 5 статті 6 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок»).

З огляду на буквальний зміст диспозиції статей 199 та 224 ККУ, підроблення таких «замінників» пропонується кваліфікувати за статтею 358 або статтею 366 ККУ та навіть з урахуванням того, що на фондовому ринку переважно обертаються не самі цінні папери, а їх відповідні замітники, доповнити статтю 224 ККУ окремою вказівкою на такі замітники – насамперед, щодо сертифікатів цінних паперів і виписок з рахунків у цінних паперах²⁰.

Така деталізація є надмірною, оскільки документи, що підтверджують право власності на цінні папери на певний час, т. зв. «замінники», хоча й існують на фондовому ринку України, але не є предметом договорів щодо цінних паперів, а отже, й предметом обігу та злочину.

Таким чином, предмет злочину, передбаченого статтями 199 та 224 ККУ, найбільш доцільно обмежити виключно цінними паперами, які існують у документарній (паперовій) формі²¹.

²⁰ Кримінальне право (Особлива частина): підручник у 2 т. / за ред. О. О. Дудорова, Є. О. Письменського. Луганськ: Елтон-2, 2012. Т. 1. С. 453.

²¹ Науково-практичний коментар Кримінального кодексу України / за ред. М. І. Мельника, М. І. Хавронюка. 10-те вид., переробл. та допов. Київ: Дакор, 2018. 1184 с.

Що ж до того, якою мірою диспозиція статей 199 та 224 ККУ має відношення до фондового ринку, необхідно врахувати: жоден з цінних паперів, що існує виключно в документарній формі, не може обертатися на фондовій біржі. Такі цінні папери (або їх аналоги) не згадуються в Директиві ЄС MiFID II. У цілому в законодавстві багатьох країн векселі віднесені до інструментів, що забезпечують торговельний оборот. Аргументом може слугувати те, що уніфікацією міжнародних норм у сфері вексельного обігу опікується саме комісія ООН з права міжнародної торгівлі (ЮНСІТРАЛ). Закон України «Про інвестиційну діяльність» від 18.09.1991 р. № 1568-ХІІ не відносить вексель до інвестиційних цінностей. НКЦПФР також не приділяє особливої уваги цінним паперам у документарній формі (в плані регулювання).

2.1.4. Стаття 223². Порухення порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів

1. Невнесення службовою особою емітента чи професійного учасника фондового ринку змін або внесення завідомо недостовірних змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів або до системи депозитарного обліку, а так само інше порушення порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів, якщо воно призвело до втрати системи реєстру (її частини), – караються штрафом від трьох тисяч до п'яти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

(Кодекс доповнено статтею 223² згідно із Законом від 25.12.2008 р. № 801-VI; із змінами, внесеними згідно із Законом від 15.11.2011 р. № 4025-VI)

До квітня 2014 р. в Україні іменні цінні папери могли існувати у документарній формі. При цьому облік іменних цінних паперів, випущених у документарній формі (акцій, облігацій підприємств, облігацій місцевих позик, інвестиційних сертифікатів, іпотечних сертифікатів, сертифікатів фонду операцій з нерухомістю), здійснювався шляхом створення та ведення реєстру їх власників окремо щодо кожного емітента та кожного виду випущених ним цінних

паперів. Починаючи з квітня 2014 р. іменні емісійні цінні папери випускаються та існують виключно в бездокументарній формі (тобто є бездокументарними), у зв'язку з чим ведення реєстрів їх власників не здійснюється, а систем реєстру власників іменних цінних паперів не існує²².

Єдиним елементом систем реєстру, який зберігся до сьогодні, є реєстри власників іменних цінних паперів, які на вимогу емітентів цінних паперів складаються у передбачених законодавством випадках і надаються емітентам НДУ або НБУ. Депозитарій складає реєстр власників іменних ЦП на підставі інформації, отриманої від депозитарних установ і депозитаріїв-кореспондентів, яка формується ними відповідно до записів на рахунках у цінних паперах їх депонентів (клієнтів) та емітента в порядку, встановленому НКЦПФР²³.

Таким чином, після остаточного припинення ведення реєстрів власників іменних цінних паперів у 2014 р. і фактичного зникнення систем реєстру власників таких цінних паперів вчинення злочину у формі невнесення змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів або у формі іншого порушення порядку ведення такого реєстру стало об'єктивно неможливим. Злочин у формі внесення до системи реєстру завідомо недостовірних змін може бути вчинений лише шляхом внесення таких змін безпосередньо до реєстру власників іменних цінних паперів при його складанні у депозитарії (НДУ чи НБУ). Роль емітента в скоєнні подібного злочину унеможливлена.

Отже, стаття 223² ККУ нині фактично є «мертвою» (недіючою) правовою нормою²⁴, тому питання щодо «фондового» змісту статті 223² ККУ відпадає.

²² Науково-практичний коментар Кримінального кодексу України / за ред. М. І. Мельника, М. І. Хавронюка. 10-те вид., переробл. та допов. Київ: Дакор, 2018. С. 759.

²³ Стаття 22 Закону України «Про депозитарну систему України».

²⁴ Науково-практичний коментар Кримінального кодексу України / за ред. М. І. Мельника, М. І. Хавронюка. 10-те вид., переробл. та допов. Київ: Дакор, 2018. 1184 с.

2.1.5. Злочини в депозитарній системі

Історично у світовій практиці депозитарна система створювалася для прискорення обігу (підвищення обігоздатності) цінних паперів, відповідно, і капіталу, а власне національні депозитарії створювалися під патронатом фондових бірж, оскільки саме біржові технології вимагають прискорення обігу цінних паперів. Крім того, на фондовій біржі зазвичай мають обіг цінні папери публічних компаній, що існують винятково в бездокументарній формі. Цінні папери непублічних емітентів не є предметом нагляду європейських фінансових регуляторів і можуть не обліковуватися депозитаріями²⁵.

В Україні відносно до розвитку депозитарної системи було обрано особливий сценарій, ніяк не пов'язаний з прискоренням біржового обігу цінних паперів. Саме наслідки реалізації цього сценарію істотно посилюють актуальність питання забезпечення захисту депозитарної системи України в законодавстві, зокрема кримінальному.

Наявна до проведення у 2012–2014 рр. депозитарної реформи система професійних реєстраторів цінних паперів остаточно себе скомпрометувала постійними рейдерськими скандалами. Система державних реєстраторів також не викликала надмірної довіри. Проведення протягом 2012–2014 рр. масштабної депозитарної реформи, коли всі іменні цінні папери стали існувати виключно в бездокументарній формі, теоретично забезпечило переваги в плані централізації та інституалізації депозитарної системи як гаранта цілісності та захищеності власності на корпоративні права.

У кінцевому підсумку реформа не тільки ніяк не позначилася на ліквідності торгів на фондових біржах (ліквідність навіть

²⁵ Відповідно до особливостей системи обліку прав власності у різних юрисдикціях реєстр власників непублічних компаній може вести сам емітент, державні реєстратори, секретарські компанії. Як наслідок, забезпечення ланцюжка зберігання таких цінних паперів через депозитарії, в тому числі іноземні, є достатньо складним, а в окремих випадках – неможливим (Див.: Долгополова М. Работа специализированных депозитариев в условиях законодательных изменений. *Депозитарииум*. 2015. № 4 (139). С. 29–33. URL: https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/139/29-33_Dolgopolova.pdf).

скоротилась), але й не убезпечила депозитарну систему від фактів недбалості та крадіжок: гучний скандал у «реформованій» депозитарній системі відбувався вже наприкінці 2014 р. (див. Вставку 2.1).

Вставка 2.1. Справа Фоїла²⁶

Конфлікт навколо компанії «Фоїл Сек'юритіз» став однією з найрезонансних подій на українському фондовому ринку. 17.11.2014 р. колишній власник компанії громадянин США Доріан Фоїл на своїй прес-конференції привселюдно заявив про крадіжку в нього сотень тисяч доларів і кричущу незахищеність іноземних інвесторів в Україні, а також звернувся до Президента України з проханням сприяти розслідуванню незаконного заволодіння активами.

За словами Д. Фоїла, який ще в 1997 р. заснував в Україні групу компаній «Фоїл», у липні 2014 р. він продав компанію «Фоїл Сек'юритіз Нью Юроп» з ліцензіями на депозитарну діяльність і торгівлю ЦП («дочку» американської Foyil Securities Inc.) О. Смалію, який в минулому був співвласником інвестиційної групи «Сократ». Згідно з умовами продажу, 07.08.2014 р. компанію було перейменовано в ТОВ «АП Сек'юритіз», але компанія ще деякий час продовжувала обслуговувати рахунки колишніх клієнтів компанії Foyil Capital Limited (Kinp).

²⁶ Война все спишет. *Фінансовий клуб*. 18.11.2014. URL: <https://finclub.net/analytics/voyna-vse-spishet>; По ту сторону Фоїл. *Stockworld*. 09.12.2014. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/po-tu-storonu-foyil-1>; Лицензия «АП Секьюритиз» на депозитарную деятельность аннулирована. *Дело*. 14.04.2015. URL: <https://delo.ua/economyandpoliticsinukraine/licenzija-ap-sekjuritiz-na-depozitarnuju-dejatelnost-anulirova-294837/>; Американский инвестор просит президента Украины содействовать в расследовании мошенничества на фондовом рынке. *УНИАН*. 19.11.2014. URL: <https://economics.unian.net/stockmarket/1011236-amerikanskiy-investor-prosit-prezidenta-ukrainyi-sodeystvovat-v-rassledovanii-moshennichestva-na-fondovom-rynke.html>; Поллок М., Уляницкая А. У клиентов украинского депозитарного учреждения пропали ценные бумаги. *Kanumal*. 19.11.2014. URL: <https://www.capital.ua/ru/publication/34818-u-klientov-ukrainskogo-depozitarnogo-uchrezhdeniya-propalitsennye-bumagi>; Комиссия покончила с «АП Секьюритиз». *Stockworld*. 14.05.2015. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/komissiya-pokonchila-s-ap-siek-iuritiz>.

23.09.2014 О. Смалій призначив директором «АП Сек'юрітіз» О. Тарасова – особу, невідому широкому колу фахівців фондового ринку (за словами Д. Фоїла, у 2009 р. він був засуджений за грабежі та крадіжки до 4 років позбавлення волі). 25.09.2014 р. Смалій продав компанію О. Тарасову. Вже 26.09.2014 р. цінні папери, які належали компанії Foyil Capital Limited (власник Д. Фоїл), О. Тарасов перерахував на свій рахунок в ЦП, відкритий в компанії «Про Капітал Сек'юрітіз», хоча, як стверджував Д. Фоїл, його компанія не продавала цінні папери новому директору. Після цього цінні папери сотень клієнтів вартістю понад 15 млн грн (1 млн дол. на той час) були перераховані низці фізичних і юридичних осіб, деякі з них зареєстровані в зоні АТО в Донецькій області. З офісу «АП Сек'юрітіз» зник комп'ютер, де зберігалася облікова інформація про власників цінних паперів до моменту продажу, натомість розпорядження про переказ цінних паперів до депозитарію були надані з іншої IP-адреси.

Потерпілі клієнти, в яких зникли цінні папери (Д. Фоїл та ще 24 фізичні та юридичні особи), ще у вересні написали заяву до Подільського РУ ГУ МВС України в Києві, а Подільський районний суд наклав арешт на майно, щоб запобігти його перепродажу. Однак 28.10.2014 р. кримінальне провадження за частиною 3 статті 190 ККУ (шахрайство) було закрито, тож з акцій було знято арешт. Одразу після публічного розголосу скандальної ситуації (вже наступного дня після конференції Д. Фоїла) прокуратура Києва повідомила: за наслідками додаткової перевірки встановлено, що рішення про закриття кримінального провадження було передчасним, воно було скасовано, а слідство поновлено. Згодом провадження знову було припинено, тож цінні папери так і не були повернуті клієнтам, а винуватців не було засуджено.

Учасники ринку намагалися розібратися в ситуації та допомогти ошуканим інвесторам.

СРО АУФТ поширила серед своїх членів лист з рекомендацією утриматися від операцій з визначеним колом учасників

фондового ринку (8 ТЦП, 1 КУА, 1 юридичною особою, 9 фізичними особами) та приділити увагу операціям з 61 випуском ЦП, з огляду на ризики їх використання для фінансування тероризму та непродуктивного виведення капіталу. Деякі учасники ринку залишилися незадоволеними поширенням такої інформації, зокрема, з огляду на її часткову конфіденційність і згадування компаній, які, на їх погляд, не мали відношення до ситуації. Водночас слід зазначити, що жоден з ТЦП, наявних у поширеному АУФТ переліку, наразі не здійснює професійної діяльності.

«Українська біржа» повідомила, що компанія «АП Сек'юрітіз» припинила торгувати на біржі, але не виконала низку угод з відкладеним виконанням (РЕПО), тому біржа змушена була накласти санкції. При цьому керівник біржі зауважив, що біржа не є елементом облікової системи, тому не володіє інформацією про рух цінних паперів, виведених з «АП Сек'юрітіз». До біржі надходили звернення від компанії «Фоїл» з інформацією про конкретних клієнтів, деяких членів біржі, на яких, за інформацією «Фоїл», були переказані ЦП, раніше виведені з «АП Сек'юрітіз». Біржа вважала, що робила все можливе, щоб перешкодити продажу цих паперів на біржі.

09.12.2014 р. дисциплінарна колегія СРО ПАРД встановила численні факти порушень, достатні для виключення ТОВ «АП Сек'юрітіз» зі складу СРО²⁷.

Комплексне розслідування ситуації в ЗМІ підняло значно більше питань: зокрема, чи дійсно Д. Фоїл був жертвою шахрайства, чи є Foyil Capital Limited потерпілою, чи сама винна 1 млн грн «АП Сек'юрітіз» тощо. У будь-якому випадку, можна дійти висновку, що скандалу передувала тривалий конфлікт

²⁷ Підставами для такого рішення стали: призначення директором компанії особи (О. Тарасова), яка не має сертифікатів на здійснення професійної діяльності та на момент призначення не мала 3-річного стажу роботи на фондовому ринку; відсутність компанії, її виконавчого органу, співробітників за місцезнаходженням, зазначеним в ЄДРПОУ; невихід на зв'язок з інформаційною системою депозитарію з 26.09.2014; неподання адміністративних даних до НКЦПФР за III квартал 2014 р. (URL: <https://www.pard.ua/uk/news/2014-12-09-16:46>).

між попереднім власником компанії (Д. Фоїлом) та її менеджментом, а згодом виявлення новим власником (О. Смалієм) значної кількості «скелетів у шафі» в придбаній компанії²⁸.

Не стояла осторонь і НКЦПФР: 12.11.2014 р. до депозитарної установи ТОВ «АП Сек'юритіз» було застосовано санкцію у вигляді штрафу 1500 грн за подання до НКЦПФР не в повному обсязі інформації ліцензіата (про керівних посадових осіб та фахівців, анкет щодо ділової репутації); 17.12.2014 р. – штраф 1700 грн за неподання до НКЦПФР інформації (адміністративних даних за III квартал 2014 р.), 24.12.2014 р. – штраф 1700 грн за неподання до НКЦПФР інформації (про фахівців ліцензіата). Посилаючись на заборону КМУ проводити перевірки, НКЦПФР відмовилася перевіряти стан справ компанії та не припинила обіг цінних паперів (хоча відносно інших цінних паперів такі прецеденти існували).

Своє логічне завершення історія отримала майже через рік з моменту першого продажу компанії та півроку після скандалу: 08.04.2015 р. за повторне неподання до НКЦПФР інформації (адміністративних даних за III квартал 2014 р.) було анульовано ліцензію на право здійснення депозитарної діяльності²⁹, 14.05.2015 р. зупинено дію ліцензії на право здійснення

²⁸ Ключові дати, що передували продажу компанії на користь О. Тарасова та виведенню активів (позиція О. Смалія): грудень 2013 р. – менеджмент компанії перевів у гривню клієнтські гроші (800 тис. дол.), використав їх в операціях РЕПО та внаслідок курсових коливань втратив частину коштів; січень 2014 р. – в компанії виникли фінансові проблеми, власник почав звільняти персонал; лютий 2014 р. – Д. Фоїл перестав сплачувати заробітну плату фахівцям компанії та звинуватив менеджмент у крадіжці в нього 270 тис. дол.; травень 2014 р. – численні спроби менеджменту компанії вирішити проблему та знайти нового власника; липень 2014 р. – директором стає О. Смалій, який робить висновок про ошукання Д. Фоїла менеджментом компанії; виявлення пропажі з рахунку компанії акцій, які згодом повертаються Д. Фоїлу; серпень 2014 р. – зміна назви компанії, де-юре директором та власником стає О. Смалій, де-факто – старий менеджмент; вересень 2014 р. – О. Смалій виявляє невиконані зобов'язання за операціями РЕПО, факти відсутності даних бухгалтерського обліку тощо та продає компанію.

²⁹ Постанови про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів від 12.11.2014 р. № 651-ЦА-УП-ДУ, від 17.12.2014 р. № 765-ЦА-УП-ДУ, від

діяльності з торгівлі цінними паперами (брокерська, дилерська, андеррайтинг, управління ЦП).

Усі фондовики погодилися, що цей випадок засвідчив проблему депозитарної системи³⁰, яка й нині залишається актуальною.

Таким чином, постає питання: чи не потрібно врегулювати злочини, що можуть відбуватись у депозитарній системі, спеціальною нормою кримінального законодавства?

Депозитарна система – це достатньо складний механізм, що ґрунтується на спеціальному законодавстві і ще більш спеціальній нормативно-правовій базі (сюди можна віднести також документи НДУ та НБУ, який, виконуючи функції депозитарія, займає відносно емітентів та депозитарних установ імперативну позицію). Крім того, в депозитарній системі інформація стосується цінних паперів, емітентів, які мають важливе значення у контексті національної економічної безпеки.

Але чи це є достатньою підставою для існування спеціальної норми у кримінальному законодавстві? Вважаємо, що ні³¹. Аргу-

24.12.2014 р. № 773-ЦА-УП-ДУ, від 08.04.2015 р. № 96-ЦА-УП-ДУ (URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/reports/offenses/list/30970210>).

³⁰ «Цей випадок виявив недосконалість системи, а саме вкрай важливої її частини – захисту прав інвесторів і права власності. При цьому раніше НКЦПФР неодноразово хвалилася тим, що, перейшовши на бездокументарну форму власності, вона усунула стару проблему подвійних реєстрів, і що права власності на цінні папери тепер захищені» (І. Когут, директор «Фінекс-Капітал», член Рад СРО АУФТ та УАІБ). «Якщо з метою крадіжки в клієнтів завести недобросовісний менеджмент в будь-яку компанію, що є торговцем і зберігачем (депозитарною установою), то це можна реалізувати. І регулятор оперативно не виявить проблему. Оскільки механізмів немає» (П. Омельчук, ПФТС). «Вибір зберігача – це як вибір сімейного лікаря. Довіряючи активи профучаснику, потрібно бути впевненим не тільки в його професіоналізмі, але і в його абсолютній порядності» (О. Сухоруков, керуючий партнер «Універ Капітал»).

³¹ Експерти Європейського Союзу (Internal Market and Service DG), опрацьовуючи можливість уніфікації європейського законодавства, також не згадують про необхідність запровадження спеціальних кримінальних санкцій, водночас значно більше уваги приділяють відпрацюванню механізмів компенсації від втрат

ментом на користь такого твердження може слугувати хоча б те, що наявна платіжна система країни надто спеціальними (вузькими) кримінальними нормами не забезпечена³², а крадіжка є крадіжкою чи то в депозитарній, чи то в платіжній системі. Інша річ, що повноваження НБУ щодо захисту платіжної системи, так само частини депозитарної системи, яку обслуговує саме Національний банк України, неспівставні з відповідними можливостями НДУ. Якраз саме недостатність імперативних повноважень у НДУ не дозволила своєчасно припинити сумнівні операції депозитарної установи у справі «Фоїла» (див. Вставку 2.1). Проте вирівняти повноваження депозитаріїв – це завдання саме спеціального законодавства, а не кримінального.

2.1.6. Стаття 223¹. Піддроблення документів, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів

1. Внесення уповноваженою особою в документи, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів, завідомо неправдивих відомостей, якщо це заподіяло значну матеріальну шкоду інвесторові в цінні папери, – карається штрафом від однієї тисячі до двох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

Примітка. Шкода, передбачена цією статтею, вважається значною, якщо вона в двадцять і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

(Кодекс доповнено статтею 223¹ згідно із Законом від 25.12.2008 р. № 801-VI; із змінами, внесеними згідно із Законом від 15.11.2011 р. № 4025-VI).

у депозитарній системі (Див.: Legislation on legal certainty of securities holding and depositions / DG Market G2 MET/OT/acg D (2010)768690).

³² Вбачається, що єдиною такою нормою (це рівною мірою може бути застосоване і до депозитарної системи) є стаття 361 ККУ «Несанкціоноване втручання в роботу електронно-обчислювальних машин (комп'ютерів), автоматизованих систем, комп'ютерних мереж чи мереж електрозв'язку».

Диспозиція статті 223¹ ККУ «Піддроблення документів, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів» досить схожа на диспозицію статті 205¹ «Піддроблення документів, які подаються для проведення державної реєстрації юридичної особи та фізичних осіб-підприємців» та статті 366 «Службове піддроблення»:

стаття 366 ККУ – загальна норма щодо піддроблення;

стаття 205¹ ККУ – спеціальна норма щодо піддроблення при державній реєстрації;

стаття 223¹ ККУ – спеціальна норма щодо піддроблення при реєстрації випуску цінних паперів.

Натомість кримінальна санкція (міра покарання) суттєво відрізняється:

стаття 336 ККУ – штраф до 250 НМДГ або обмеження волі на строк до 3-х років, з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до 3-х років, а в разі, якщо ті самі діяння спричинили тяжкі наслідки (пункт 2 статті 336 ККУ) – позбавлення волі на строк від 2-х до 5-ти років з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до 3-х років, зі штрафом від 250 до 750 НМДГ;

стаття 205¹ ККУ – штраф від 500 до 1000 НМДГ або арешт на строк від 3-х до 6-ти місяців, або обмеження волі на строк до 2-х років, а в разі вчинення тих самих дій повторно або за попередньою змовою групою осіб, або службовою особою з використанням службового становища (пункт 2 статті 205¹ ККУ) – штраф від 1000 до 2000 НМДГ, або обмеження волі на строк від 3-х до 5-ти років з позбавленням обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до 3-х років або без такого;

стаття 223¹ ККУ – штраф від 1000 до 2000 НМДГ або позбавлення права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до 3-х років.

Тобто оцінка злочинів надто диференційована (це при тому, що у пункті 1 статті 336 ККУ та статті 205¹ ККУ йдеться взагалі про нематеріальний склад злочину, а у статті 223¹ ККУ – виключно про матеріальний склад).

У цьому зв'язку виникає питання: чому законодавець настільки по-різному поставився до запровадження кримінальних санкцій?

цій за подібні злочини? На нашу думку, підроблення документів під час реєстрації цінних паперів, принаймні щодо публічних компаній (тобто цінних паперів, які можуть складати активи пенсійних фондів та інших інституційних інвесторів), можуть нести значну соціальну небезпеку.

З огляду на викладене, не вбачається доцільною спеціальна кримінальна кваліфікація цих діянь.

2.1.7. Стаття 232². Приховування інформації про діяльність емітента

1. Ненадання службовою особою емітента інвестору в цінні папери (у тому числі акціонеру) на його письмовий запит інформації і про діяльність емітента в межах, передбачених законом, або надання йому недостовірної інформації, якщо це заподіяло інвестору в цінні папери (у тому числі акціонеру) матеріальну шкоду в значному розмірі, – караються штрафом від однієї тисячі до двох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

2. Ті самі діяння, вчинені повторно, – караються штрафом від двох тисяч до трьох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

Примітка. У цій статті матеріальна шкода вважається заподіяною у значному розмірі, якщо її розмір у п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

(Кодекс доповнено статтею 232² згідно із Законом від 25.12.2008 р. № 801-VI; із змінами, внесеними згідно із Законом від 15.11.2011 р. № 4025-VI).

Зміст статті 232² ККУ певною мірою дисонує зі статтею 232¹ ККУ «Незаконне використання інсайдерської інформації». Оскільки стаття 232¹ ККУ оперує поняттям інсайдерської інформації, статтю ККУ 232² логічно було б розглядати саме як доповнення до неї та як заборону приховування інсайдерської інформації та

забезпечення її законного та публічного обігу³³, враховуючи, що це може спричинити як збитки інвесторів, так і продовження терміну існування інсайдерської інформації до її оприлюднення або взагалі неоприлюднення, що безумовно підвищує ризик скоєння злочину, передбачений статтею 232¹ ККУ, навіть може розглядатись як підготовка до його скоєння.

Відповідно до чинного законодавства, емітент повинен оприлюднити фактично будь-яку інформацію, яка може вплинути на ціну цінного папера. Перелік такої інформації докладно викладений у статтях 40, 40¹ (регулярна інформація про емітента), статті 41 (особлива інформація про емітента) Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Причому законодавець у статті 44 того ж Закону дав визначення ще й інсайдерської інформації, як такої, що може істотно вплинути на вартість цінних паперів емітента. Наявність же іншої «передбаченої Законом інформації», яку може запитати інвестор в емітента, у чинному законодавстві не формалізована.

Відносини щодо надання/ненадання інформації регулюються Законом України «Про інформацію» та цивільно-правовим законодавством, тобто будь-які суперечки з цього приводу між господарськими суб'єктами повинні вирішуватись у суді. Для будь-якого господарського суб'єкта, крім емітента цінних паперів, кримінальна відповідальність у випадку ненадання інформації будь-якій цивільній особі, навіть якщо їх пов'язують відносини власності, відсутня. Інша річ, коли йдеться про емітента, що зробив публічну пропозицію цінних паперів і про оприлюднення інформації для публічного доступу³⁴.

Враховуючи наведені аргументи, стаття 232² ККУ є певним атавізмом.

³³ Редагування цих статей в ККУ відбувались одними і тими ж Законами: № 801-VI від 25.12.2008 р. та № 4025-VI від 15.11.2011 р.

³⁴ Варто навести також приклад регулювання таких відносин в Європейському Союзі. Згідно з абз. 1 статті 17 Регламенту MAR про зловживання ринком, емітент зобов'язаний негайно подати до публічного відома інсайдерську інформацію. Але в цьому Регламенті йдеться виключно про публічні компанії.

2.1.8. Спеціальні прояви шахрайства саме на фондовому ринку (статті 222¹, 232¹ ККУ)

На відміну від розглянутих статей ККУ, наступні дві статті (стаття 222¹ «Маніпулювання на фондовому ринку» та стаття 232¹ «Незаконне використання інсайдерської інформації»), з точки зору спеціальних (особливих) проявів шахрайства, притаманних саме діяльності на фондовому ринку, є цілком доречними. Виокремлення цих статей обумовлене значною специфічністю описуваних ними злочинів, коли їхній матеріальний характер може проявитися виключно за наслідком торгів на фондовій біржі.

Фондова біржа, крім того, що це ключовий елемент фондового ринку, який вирівнює інформаційну асиметрію, сама по собі є дуже специфічним інститутом. Формально та ідеологічно фондова біржа є регульованим ринком, торгівля на якому може проводитися виключно за досить жорсткими правилами, які покликані не допустити будь-яких зловживань під час торгів і ретельно контролюються (як самою біржею, так і галузевим фінансовим регулятором). Отже, злочини, які можуть бути скоєні на біржі, відрізняються латентним, надскладним і дуже специфічним характером, який не деталізується (описується) загальними проявами шахрайства (стаття 190 ККУ), а відтак навряд чи дозволяє застосувати до їхнього виявлення та кваліфікації загальні підходи.

Крім того, необхідність існування цих статей в ККУ обумовлена також багаторічним досвідом функціонування розвинених ринків, де такі злочини навіть об'єднуються спеціальним терміном «market abuse» – «ринкове зловживання» або «зловживання на ринку».

Нарешті, саме кримінальної кваліфікації маніпулювання на фондовому ринку та незаконного використання інсайдерської інформації вимагають чинні міжнародні зобов'язання України, зокрема, за Угодою про асоціацію між Україною та Європейським Союзом, яка свідчить про необхідність імплементації Директиви 2014/57/EU від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання ринком (MAD I).

Отже, наявність такої кількості «фондових» статей у ККУ, більшість яких є «мертвими», можна вважати законодавчим казусом³⁵.

Проведений у главі 1 аналіз показав незрілість фондового ринку України та свідчить про необхідність максимальної обережності при застосуванні цих специфічних норм ККУ з тим, щоб не відбувалась підміна понять, але це не зашкоджує дослідити правову якість та, відповідно, практичну можливість застосування цих норм ККУ.

§ 2. Виникнення та еволюція в законодавстві України інститутів відповідальності за зловживання на фондовому ринку

Можливість формування ринку капіталу в Україні виникла після набуття Україною незалежності та початку розбудови Держави на демократичних засадах. Так, 18 червня 1991 р. ще Верховною Радою УРСР було ухвалено Закон «Про цінні папери та фондову біржу» (№ 1201–XII), 20 березня 1991 р. – Закон України «Про банки та банківську діяльність» (№ 872–XII), 04.03.1992 р. – Закон України «Про приватизацію державного майна» (№ 2163–XII).

Історія фондового ринку України в цьому параграфі нас цікавить у контексті розвитку інституту відповідальності за зловживання на фондовому ринку. Згаданий Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» навіть у загальній формі не згадував про зловживання на ринку. Одночасно в Україні діяв Кримінальний кодекс УРСР (згодом – України), прийнятий ще в 1960 р. Природно, що у 1991 р. єдиною статтею, що мала начебто безпосереднє відношення до цінних паперів, була стаття 79 щодо підроблення державних цінних паперів. Лише згодом у 1994 р. в ККУ з'явилася

³⁵ Тим не менш, ця тема має прихильників. Див., наприклад: Волинець Р. А. Кримінально-правова охорона фондового ринку: сучасний стан та перспективи вдосконалення. Київ: Дакор, 2018. 452 с.

стаття 148⁵ «Шахрайство з фінансовими ресурсами» та стаття 148⁸ «Порушення порядку випуску (емісії) та обігу цінних паперів».

Незважаючи на таку всеосяжну назву, диспозиція статті 148⁸ фактично стосувалася емісії цінних паперів, внесення завідома недостовірної інформації в документи, які надаються для реєстрації емісії, та подробиць недержавних цінних паперів. Прийнятим 5 квітня 2001 р. ККУ в новій редакції у зазначені статті були внесені лише косметичні зміни (див. § 1 глави 2 щодо статей 199, 222, 223¹ та 224 ККУ).

Досить повільно в Україні розвивалось і спеціальне регуляторне законодавство. 12 червня 1995 р. Указом Президента України № 446/95 було утворено Державну (з 2011 р. – Національну) комісію з цінних паперів та фондового ринку як спеціалізований орган регулювання (до цього регулювання ринку, більшою мірою стосувалося лише дозвільних процедур, здійснювалося підрозділом Міністерства фінансів України). Тільки 30 жовтня 1996 р. було ухвалено Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (№ 448/96 – ВР).

Так само неспішно відбувалося в Україні й наукове осмислення теми кримінальної класифікації зловживань на ринку капіталів. Яскравим прикладом початкових праць може слугувати дослідження з цього приводу³⁶, яке досить широко трактує цей інститут та фактично підміняє поняття. Проте подібне можна зустріти й у наступних працях³⁷.

У 2003 р. ДКЦПФР затвердила Концепцію запобігання маніпулюванню ринком цінних паперів, нечесній торговій практиці та порушення етики професійної діяльності (Рішення ДКЦПФР від 14.01.2003 р. № 21). Це Рішення не було підзаконним нормативно-правовим актом, оскільки відповідного Закону ще не було, не мало регуляторного значення та мало декларативний характер. Проте вперше в законодавстві України було надано визначення

³⁶ Коваленко П.М. Запобігання шахрайству на фінансових ринках у біржовій торгівлі. Автореф. дис. ... канд. юрид. наук. Київ: Національна академія внутрішніх справ України, 2005. 207 с.

³⁷ Див., наприклад: Волинець Р.А. Кримінально-правова охорона фондового ринку: сучасний стан та перспективи вдосконалення. Київ: Дакор, 2018. 452 с.

понять «маніпулювання», «інсайдерська інформація», «неправомірне використання інсайдерської інформації», «інсайдер» тощо. Це мало певне значення для розвитку ринку.

Таким чином, аж до 2006 р. зловживання на ринку цінних паперів залишаються поза увагою законодавства.

У 2006 р. була прийнята нова редакція основного «фондового» закону, який отримав назву Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV та в якому на решті з'явилися стаття 44 «Інсайдерська інформація та інсайдери» та стаття 45 «Заборона використання інсайдерської інформації».

Перше визначення інсайдерської інформації в національному законодавстві було таким:

Стаття 44. Інсайдерська інформація та інсайдери.

1. Інсайдерська інформація – будь-яка неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вартість цінних паперів.

2. Інформація щодо оцінки вартості цінних паперів та/або фінансово-господарського стану емітента, якщо вона отримана виключно на основі оприлюдненої інформації або інформації з інших публічних джерел, не заборонених законодавством, не є інсайдерською інформацією.

3. Інсайдери – особи, які володіють інсайдерською інформацією у зв'язку з тим, що вони є:

1) власниками голосуючих акцій емітента або часток (паїв) у статутному капіталі емітента;

2) посадовими особами емітента;

3) особами, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань незалежно від відносин з емітентом, зокрема:

– юридичними особами, які перебувають з емітентом у договірних відносинах або прямо чи опосередковано у відносинах контролю;

– фізичними особами, які перебувають з емітентом або юридичними чи фізичними особами, пов'язаними з емітентом договірними відносинами або відносинами контролю, у трудових чи

договірних відносинах або прямо чи опосередковано у відносинах контролю;

– державними службовцями.

Емітент або професійні учасники ринку цінних паперів, які здійснюють операції з цінними паперами цього емітента, повинні вести облік осіб, які мають доступ до інсайдерської інформації.

4. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку визначає, яка саме інформація належить до інсайдерської.

Незважаючи на безумовно позитивний крок щодо включення в законодавство України на рівні Закону визначення поняття «інсайдерська інформація», не можна не зауважити, що така редакція статті, по-перше, безпідставно поширила її наявність на всіх без винятку емітентів, а, по-друге, стала першим зразком хибної практики штучного обмеження кола як самої інсайдерської інформації, так і кола інсайдерів. Як ланцюжок передавання інформації може не мати кінця, так само збільшуватиметься коло інсайдерів³⁸.

На виконання пункту 4 статті 44 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» рішенням ДКЦПФР від 21.11.2006 р. № 1344 була визначена інформація, яка належить до інсайдерської. Її перелік був невеликим:

1) відомості, що містяться в річній інформації про емітента:

- господарська та фінансова діяльність емітента;
- річна фінансова звітність;

2) відомості, що містяться в квартальній інформації про емітента:

- господарська та фінансова діяльність емітента;
- квартальна фінансова звітність;

3) відомості про особливу інформацію про емітента:

- прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25% статутного капіталу;
- прийняття рішення про викуп власних акцій;

– факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі;

– отримання позики або кредиту на суму, що перевищує 25% активів емітента;

– зміна складу посадових осіб емітента;

– зміна власників акцій, яким належить 10 і більше відсотків голосуючих акцій;

– рішення емітента про утворення, припинення його філій, представництв;

– рішення вищого органу емітента про зменшення статутного капіталу;

– рішення вищого органу емітента про припинення або банкрутство емітента.

Ця інформація аж ніяк не є вичерпною та можна навести ще безліч факторів, які можуть істотно вплинути на вартість цінних паперів. Крім того, для інсайдерської торгівлі важливою є саме актуальна інформація.

З прийняттям нової редакції статті 44 у 2011 р. зазначений Порядок втратив чинність.

ККУ відповідно до прикінцевих положень цього ж Закону було доповнено:

«Стаття 232¹. Розголошення або використання неоприлюдненої інформації про емітента або його цінні папери.

Умисне розголошення або інше використання не опублікованої або не оприлюдненої в інший спосіб інформації про емітента, його цінні папери або правочини щодо них (інсайдерська інформація) особою, якій ця інформація відома у зв'язку з професійною чи службовою діяльністю, якщо воно завдало істотної матеріальної шкоди інтересам держави або інтересам юридичних чи фізичних осіб, – карається обмеженням волі на строк до трьох років або позбавленням волі на той самий строк, з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років».

Такою редакцією кримінальних санкцій за незаконне використання інсайдерської інформації була започаткована хибна

³⁸ Доречне визначення кола інсайдерів наведено в Регламенті MAR: будь-яка особа, яка має інсайдерську інформацію, якщо така особа знає або має знати, що така інформація є інсайдерською.

практика, що існує й донині, щодо використання терміна «інсайдерська інформація» без його визначення та без посилання на спеціальний закон. Також було обмежено коло інсайдерів (особами, яким ця інформація стала відома у зв'язку з професійною або службовою діяльністю), хоча у статті 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» таке коло визначено суттєво ширшим.

Незабаром у 2008 р. Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо відповідальності за правопорушення на ринку цінних паперів» від 25.12.2008 р. № 801-VI стаття 232¹ була викладена в новій редакції, яка лише диференціювала ступінь покарання (як альтернативу позбавленню волі було передбачено фінансові санкції – штрафи), залежно від повторюваності кримінального правопорушення та розміру шкоди³⁹.

Тим самим Законом були внесені зміни до статей 1 та 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», відповідно до яких вперше в українському законодавстві з'явилося визначення маніпулювання та встановлена можливість застосування фінансових санкцій за такі дії:

1) маніпулювання цінами під час здійснення операцій з цінними паперами – неправомірний вплив посадової особи учасника фондового ринку на ринкову вартість цінних паперів на організаційно оформленому фондовому ринку в інтересах такого учасника

³⁹ Стаття 232¹. Незаконне використання інсайдерської інформації (після внесення змін Законом України від 25.12.2008 р. № 801-VI). 1. Незаконне використання інсайдерської інформації особою, яка нею володіє, якщо це завдало істотної шкоди, – карається штрафом від семисот п'ятдесяти до двох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або обмеженням волі на строк до трьох років, з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого. 2. Те саме діяння, вчинене повторно, або якщо воно спричинило тяжкі наслідки, – карається штрафом від двох до трьох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або обмеженням волі на строк від двох до п'яти років, з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого. Примітка: 1. Істотною шкодою у цій статті, якщо вона полягає у заподіянні матеріальних збитків, вважається така шкода, яка в п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян. 2. Тяжкими наслідками у цій статті, якщо вони полягають у заподіянні матеріальних збитків, вважаються такі, які у тисячу і більше разів перевищують неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

або третіх осіб, у результаті чого придбання або продаж цих цінних паперів відбувається за іншими цінами, ніж ті, які існували б за відсутності такого неправомірного впливу (стаття 1);

2) Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку застосовує до юридичних осіб фінансові санкції за:

– маніпулювання цінами під час здійснення операцій з цінними паперами – у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій;

– незаконне використання інсайдерської інформації – у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій (стаття 7).

Так само Законом від 25.12.2008 р. № 801-VI до КУПАП були вперше введені адміністративні санкції за зловживання на ринку:

Стаття 163⁸. Маніпулювання цінами під час здійснення операцій з цінними паперами.

Неправомірний вплив посадової особи учасника фондового ринку на ринкову вартість цінних паперів на організаційно оформленому фондовому ринку в інтересах такого учасника або третіх осіб, у результаті чого придбання або продаж цих цінних паперів відбувається за іншими цінами, ніж ті, які існували б за відсутності такого неправомірного впливу, – тягне за собою накладення штрафу від ста до п'ятисот неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Та сама дія, вчинена групою осіб або особою, яку протягом року було піддано адміністративному стягненню за правопорушення, передбачене частиною першою цієї статті, – тягне за собою накладення штрафу від п'ятисот до тисячі неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Стаття 163⁹. Незаконне використання інсайдерської інформації.

Незаконне використання інсайдерської інформації особою, яка нею володіє, – тягне за собою накладення штрафу від п'яти-

сот до семисот п'ятдесяти неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Диспозиція правопорушення, яким визначено маніпулювання, в Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та КУАП, на відміну від наступних редакцій, викладена однаково, але така диспозиція залишала цілком на розсуд регулятора визначення безпосередніх дій, що призводить до негативних наслідків.

У 2011 р. статтю 232¹ змінювали двічі. Зокрема, згідно з Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо інсайдерської інформації» від 22.04.2011 р. № 3306-VI у статті 232¹ були внесені значні зміни та доповнення, після чого стаття 232¹ почала виглядати вже достатньо близько до актуального стану.

Тим самим Законом були внесені зміни до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», тому і стаття 44 цього Закону набула актуальності.

Стаття 44. Інсайдерська інформація.

1. Інсайдерська інформація – неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, уразі якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених цим Законом.

2. Інформація щодо оцінки вартості цінних паперів та/або фінансово-господарського стану емітента, якщо вона отримана виключно на основі оприлюдненої інформації або інформації з інших публічних джерел, не заборонених законодавством, не є інсайдерською інформацією.

3. Інформація не вважається інсайдерською з моменту її оприлюднення відповідно до закону.

Такою редакцією норми законодавець дещо звузив коло емітентів, обмеживши його тими емітентами, цінні папери яких перебувають в обігу на фондових біржах. З огляду на те, що на

українських біржах можуть обертатися цінні папери емітентів, які не робили публічної пропозиції та взагалі є ПРАТами, то коло емітентів залишається надмірним.

Крім того, ринку був запропонований незрозумілий термін «емітент похідних (деривативів)». Але чи дійсно на фондовій біржі можуть обертатися похідні (деривативи), в яких є емітент? Нормативно-правовими актами НКЦПФР передбачено запровадження в обіг на фондовій біржі лише таких деривативів, як ф'ючерси та опціони, в яких немає емітентів, а зразкову форму (специфікацію) таких деривативів затверджує сама фондова біржа⁴⁰.

Законодавець фактично прирівняв інсайдерську інформацію до інформації, що підлягає оприлюдненню відповідно до цього Закону, тобто до інформації, зазначеної у статтях 40, 40¹ та 41 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Проте інсайдерська інформація може бути як вужчою, так і ширшою за ці приписи Закону (див. приклад Польщі у § 2 глави 4). Більш того, інсайдерська інформація взагалі може не мати відношення до емітента.

Що стосується інформації, наведеної в статтях 40, 40¹ та 41 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», то вона, по-перше, повинна мати характер рекомендованої, а по-друге, застосовуватися виключно до емітентів, які зробили публічну пропозицію⁴¹.

Тим самим Законом від 22.04.2011 р. № 3306-VI внесено зміни й у пункті 12 частини 1 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»:

«12) умисне незаконне розголошення, передачу або надання доступу до інсайдерської інформації (крім розкриття інсайдер-

⁴⁰ Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про порядок реєстрації змін до правил фондової біржі щодо запровадження в обіг на фондовій біржі деривативів» від 04.08.2009 р. № 884. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0818-09>, із змінами.

⁴¹ Послідовне збереження статті 40 та 41 в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» в наявному вигляді та навіть їх розширення (хоча протягом існування цього Закону зміни до нього вносилися 32 рази!) свідчить про намагання НКЦПФР зберегти за собою регулювання непублічних АТ, хоча це прямо суперечить практиці країн ЄС та законодавству ЄС.

ської інформації в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших випадках, передбачених законом), а так само надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), а також вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, – у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних у результаті цих дій.

За ті самі дії, вчинені повторно протягом року, – у розмірі від п'ятдесяти до ста тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі від ста п'ятдесяти до трьохсот відсотків до прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій».

Остаточного вигляду стаття 232¹ ККУ (див. § 7 глави 2) набула після останніх змін, внесених відповідно до Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо гуманізації відповідальності за правопорушення в сфері господарської діяльності» від 15.11.2011 р. № 4025-VI, яким було лише звужене кримінальне покарання за незаконне використання інсайдерської інформації.

У тому ж 2011 р. Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 21.04.2011 р. № 3267-VI нарешті було доповнено ККУ статтю 222¹, змінено редакцію статті 163⁸ КУпАП та доповнено Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» новою статтею 10¹, частину 1 статті 7 доповнено пунктами 37¹ та 37² та внесено зміни у пункт 11 частини 1 статті 11. У такому вигляді вони діють дотепер.

Підставою для прийняття Закону України від 21.04.2011 р. № 3267-VI було, в свою чергу, прийняття Закону України від 17.11.2010 р. № 2698-VI про ратифікацію Конвенції Ради Європи про відмивання, пошук, арешт та конфіскацію доходів, одержаних злочинним шляхом, та про фінансування тероризму (далі – Кон-

венція). Відповідно, Україна взяла на себе низку міжнародних зобов'язань щодо боротьби з зазначеними у цій Конвенції діями. Ці зобов'язання також стосуються й криміналізації так званих предикатних злочинів (будь-який злочин, у результаті якого виникли доходи, що можуть стати предметом злочинів з відмивання грошей, передбачених статтею 9 Конвенції), які містяться в додатку до згаданої Конвенції. Одним з таких предикатних злочинів є власне маніпулювання на фондовому ринку. Конвенція не розкривала поняття «маніпулювання ринком», віддаючи це питання на розсуд національного законодавця⁴².

Проте спробу законодавчого розкриття згаданого поняття навряд чи можна вважати вдалою. Критика статті 222¹ ККУ почалася навіть до голосування в ВРУ. Так, ще у висновку Головного науково-експертного управління апарату ВРУ на проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» небезпідставно зазначалося, що серйозною проблемою при встановленні відповідальності за маніпулювання на фондовому ринку є складність розмежування між таким маніпулюванням, з одного боку, та впливом на вартість цінних паперів ринковими методами, з іншого боку. Як приклад, наводилася така досить поширена на практиці ситуація: продаж одним учасником фондового ринку великого пакета цінних паперів протягом торговельного дня у більшості випадків вплине на їхню вартість у бік збільшення або зменшення.

Не менш складно, насамперед з точки зору реалій правозастосування, відмежувати маніпулювання від спекулятивних операцій із цінними паперами. Наприклад, один учасник торгів продає цінні папери за однією ціною, а декілька інших – за іншою. У такому випадку, зауважують парламентські експерти, виникає логічне запитання: чому саме та особа, яка перебуває, так би мо-

⁴² Висновок Головного науково-експертного управління апарату Верховної Ради України на проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 21.03.2011 р. № 8274. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=39960.

вити, у «меншості» повинна нести кримінальну відповідальність за маніпулювання на фондовому ринку, а не інші?⁴³

Законодавець не запропонував відповідь на це та низку інших подібних запитань⁴⁴.

На жаль, це не змогли міркування експертів (див. Вставку 2.2).

Вставка 2.2. Кейс щодо акцій Єнакіївського металургійного заводу.

У 2007 р. ціна акцій Єнакіївського металургійного заводу (ЄМЗ) на ПФТС зросла у 15 (!) разів. Це було сприйняте інвестиційною спільнотою як цілком позитивний чинник. Саме після цих цінових рекордів акції ЄМЗ були включені до складу Індексу ПФТС (28.02.2008 р.) Не менш стрімким було й падіння біржової ціни цих акцій після такого рішення: за 2008 р. – у 8,3 рази⁴⁵. Такі перепади цін у 2007–2008 рр. не привернули увагу регулятора.

Натомість у 2009 р. вперше за тривалий проміжок часу почалася реальна конкуренція між фондовими біржами. Створені у 2006–2008 рр. майданчики ФБ «Перспектива» та УБ (проект російської біржі РТС) зробили ставку на впровадження нових для українського ринку торговельних та клірингових технологій, а також відповідних ІТ (локальної та російської розробки). Відбулося лавиноподібне падіння ринкової частки ПФТС (з 92% у 2008 р. до 32% у 2009 р.),

⁴³ Висновок Головного науково-експертного управління апарату Верховної Ради України на проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом».

⁴⁴ Коляденко В. М. Маніпулювання на фондовому ринку. *Європейські перспективи*. 2013. № 5. С. 113.

⁴⁵ Брагін С., Макаренко О. Недержавні пенсійні фонди на неефективному фондовому ринку: приклад України. *Вісник НБУ*. 2011. № 1. С. 18–24. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=73121>.

що й зумовило продаж її контрольного пакета на користь російської біржі ММВБ (на той момент – конкурента РТС).

Однією зі складових міжбіржової конкуренції стало залучення до торгів на всіх біржах, що претендували на лідерство, максимальної кількості емітентів. Зокрема, у 2009 р. акції ЄМЗ почали торгуватися не тільки на ПФТС, але й на УБ та ФБ «Перспектива».

Станом на 31.12.2009 р. біржові курси акцій ЄМЗ становили: 42,62 грн на ФБ «Перспектива», 167,74 грн на ПФТС, 168,39 грн на УБ⁴⁶. Ця розбіжність цін на біржах у 4 рази, хоч і є суттєво меншою за наведені коливання цін на ПФТС у 2007–2008 рр., була сприйнята кількома КУА як маніпулювання (напевне, тому що не була ними прогнозована).

Саме на підставі біржового курсу (причому мінімального значення з оприлюднених фондовими біржами) КУА розраховували вартість чистих активів. Різне зниження біржового курсу по ЄМЗ призвело до зниження на кілька відсотків вартості чистих активів всіх інвестиційних фондів, у портфелях яких знаходився цей емітент. Тому члени профільної СРО УАІБ, що об'єднує КУА, звернулися до регулятора ринку з вимогою розслідувати факти різких коливань біржових курсів і вжити відповідних заходів для запобігання таких «стрибків» у подальшому⁴⁷.

Протягом січня–лютого 2010 р. Комісія вимагала пояснень у ФБ «Перспектива» та дев'яти ТЦП-учасників торгів (за відсутності аналогічних запитів до інших бірж та їх членів, тобто біржові курси, сформовані на них, були апіорі сприйняті як об'єктивніші, без жодних досліджень, на підставі самих

⁴⁶ ГКЦБФР обвинила биржу «Перспектива» в порушенні при расчёте биржевого курса акций ЕМЗ. Business Information Network (по материалам Интерфакс-Украина), 22.03.2010, 20:42. URL: <https://bin.ua/news/finance/stockmarket/99359-gkcbr-ovvinila-birzhu-perspektiva-v-narushenii.html>.

⁴⁷ Галицкая О. УАИБ не верит в СЧАстье. *Экономические известия*. 2010. № 4. URL: http://www.uaib.com.ua/news/mass_media/120143.html.

лише скарг КУА), але не змогла довести факт маніпулювання з акціями ЄМЗ на ФБ «Перспектива» в грудні 2009 р. Проте регулятор знайшов формальну причину для застосування фінансових санкцій у розмірі 5,1 тис. грн – за надання недостовірної інформації в частині розрахунку біржового курсу.

У коментарях ЗМІ було чітко озвучено, що санкції до біржі застосували тільки тому, що вона створила проблеми для ринку: «Покарали для галочки. Якби не покарали, постало б запитання: чим займається Комісія?» Угоди за низьким курсом проводилися на майданчику 24–29 грудня і в ці дні біржа не звітувала про біржовий курс. «Якби вони показували дані в ці дні, санкції взагалі не було б. А так Комісія прийняла формальне рішення. Довести факт маніпулювання складно, прецедентів поки що не було. У Комісії немає способу протидіяти маніпулюванню»⁴⁸.

Таким чином, біржу покарали за те, що біржовий курс було розраховано не в день торгів, а згодом (31 грудня), хоча нормативних вимог щодо періодичності розрахунку біржового курсу та його актуальності на той час не було. Єдина вимога до визначення біржового курсу в межах Положення про функціонування фондових бірж стосувалася терміну виконання біржових договорів, на підставі яких розраховується біржовий курс (≥3-х днів) – і вона була дотримана. Всі інші вимоги мали встановлюватися фондовою біржею – і саме цим правом ФБ «Перспектива» скористалася, впровадивши високі вимоги до ліквідності обігу акцій ЄМЗ, лише по досягненні яких мав розраховуватися біржовий курс.

Іронія в тому, що ФБ «Перспектива» найбільше наполягала на встановленні регулятором універсальних вимог до біржового курсу, і вона ж постраждала через їхню відсутність.

Лише за наслідком скандалу з акціями ЄМЗ спочатку (на рівні роз'яснення регулятора⁴⁹) було встановлено вимогу щодо визначення біржового курсу на підставі виключно результативних торгів того самого дня, коли визначено біржовий курс (в інші дні цей показник не мав розраховуватися), а потім впроваджені інші різноманітні та регулярно оновлювані вимоги регулятора до визначення біржового курсу (див. *Вставку 2.8*).

Чи дійсно біржовий курс на ФБ «Перспектива» у грудні 2010 р. був менш об'єктивним, ніж на ПФТС та УБ? Напевне, відповідь могли дати експерти, а не голосування КУА, яким фактично дозволили не брати до уваги незручний для них біржовий курс з ФБ «Перспектива» та розраховувати чисті активи ІСІ за курсами, які встановили на ПФТС та УБ торговці, пов'язані з КУА.

Можна додати, що протягом того ж 2009 р. ціни акцій ЄМЗ на ПФТС та УБ коливались у межах 40–190 грн (тож біржовий курс ФБ «Перспектива» відповідав нижній границі цього діапазону), у цілому річний розмах коливань (майже у 5 разів!) не надто відрізнявся від 2007–2008 рр.

Чи мало підстави зростання біржових цін акцій ЄМЗ на ПФТС та УБ з 40 до 190 грн? На початку 2009 р. – можливо, оскільки оприлюднений ЄМЗ фінансовий звіт за 2008 р. свідчив про значне зростання рентабельності, показників на акцію, ліквідності балансу, що могло позитивно позначитися на курсі акцій підприємства. Проте вже інформація про фінансові результати ЄМЗ за 1 півріччя 2009 р. (зменшення обсягу виручки на 12%, чистого прибутку на 647%, рентабельності продажів на 17%) мало корелювала з позитивною динамікою ціни акцій на біржовому ринку – тим більше, з огляду на відсутність дивідендів. А звіт ЄМЗ за 2009 р. засвідчив уже збитки у розмірі 857 млн грн.

⁴⁸ Максимчук Н. Штраф вышел на биржу. *Коммерсант-Украина*. 23.04.2010. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/1358812>.

⁴⁹ Затверджене рішенням ДКЦПФР від 16.02.2010 р. № 255, яке не містило ні строків, ні порядку приведення правил бірж у відповідність із цим роз'ясненням (URL: <http://zakon.rada.gov.ua/rada/show/va002312-10/sp:max25>).

До середини квітня 2010 р. (тобто, до моменту публікації цього звіту) біржовий курс ЄМЗ на УБ вже доріс з 168,39 до 301,75 грн, тобто знов майже вдвічі, а до кінця 2010 р. знову впав до 173,92 грн. Які фундаментальні чинники цьому відповідали – ніхто й не пробував аналізувати.

Звісно, при такому розмаху коливань дуже важко визначитися з тим, чи має місце дисфункціональність ринку (щодо виконання цінової функції) або має місце маніпулювання⁵⁰. Крім того, залишилося відкритими питання: яка ціна дійсно була справедливою і коли саме визначення біржами ціни цих акцій було достовірним? І чи здатна допомогти уніфікація вимог до біржового курсу в умовах, коли ринок не здатний сформувавши ціну через невизначеність та низьку ліквідність?

Практично одразу після прийняття Закону від 21.04.2011 р. № 3267-VI правниками зазначалося⁵¹ про суттєві ризики бланкетного способу визначення ознак об'єктивної сторони складу злочину, передбаченого статтею 222¹ ККУ, оскільки описання кримінально-правової заборони не відповідає усталеним прийомам законодавчої техніки та принципам кримінального права.

Згодом зазначалося⁵², що серед невдало виявлених законодавцем ознак маніпулювання на фондовому ринку є, зокрема, «намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, які надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового ін-

⁵⁰ Шишков С. Є. Фондові біржі України: випробування кризою / Ін-т економіки та прогнозування НАН України. Київ: Видавничий дім «Києво-Могилянська Академія», 2011. 206 с.

⁵¹ Гацелюк В. О. Ризики бланкетного способу визначення ознак об'єктивної сторони складу злочину (в контексті криміналізації маніпулювання на фондовому ринку). *Кримінальний кодекс України: 10 років очікувань: тези доповідей та повідомлень учасників Міжнародного симпозіуму, 23–24 вересня 2011 р.* Львів: Львівський державний університет внутрішніх справ, 2011. С. 103–107.

⁵² Тертишник В., Кошовий О. Проблеми юридичної визначеності інститутів протидії зловживанням на фондовому ринку. *Наше право*. 2018. № 2. С. 64.

струменту, що не відповідають дійсності». Намагання, раціонально зауважують автори, можуть і не мати об'єктивного прояву, а перебуватимуть лише на рівні «замислу» чи «плану», тобто у сфері суб'єктивного і недосяжного для сприйняття та фіксації; так само як недосяжними для судового аналізу можуть стати хибно створені у когось уявлення, які значною мірою залежать від внутрішніх, суб'єктивних процесів того, хто «уявляє» (див. для порівняння практику з цього питання в ЄС у § 3 глави 3).

В юридичній літературі обстоюється позиція про те, що диспозиція норми про відповідальність за незаконні маніпулювання на ринку повинна бути конкретизована, без застосування або з мінімальним застосуванням бланкетного способу та оціночних, багатозначних і неконкретних положень, та щонайменше включати положення на кшталт: «*умисні дії учасника ринку з маніпулювання урегульованим законом ринком шляхом надання будь-якої завідомо неправдивої чи недостовірної інформації, декларації фiktивних пропозицій чи оманливих намірів або розповсюдження інших завідомо хибних даних чи фактів, які завдали значної шкоди інтересам інших*». Також доцільно передбачити в кримінальному законі, що «*не є маніпулюванням ринком, а отже правопорушенням, дії, які здійснюються відповідно до чинних на ринку правил, регламентів, стандартів, затверджених в установленому порядку, а також отримання правомірної вигоди при дотриманні таких правил, регламентів, стандартів*»⁵³.

Не можна не згадати про неефективність статей 222¹ та 232¹ ККУ. Про це свідчить і той факт, що за даними Державної судової адміністрації з моменту внесення цих статей до ККУ станом на 04.04.2018 р. за ними не було винесено жодного обвинувального вироку.

Проте це зовсім не означає, що кримінальний закон в цих питаннях зайвий та не потребує вдосконалення. Навіть якщо самий ринок недостатньо розвинений та, відповідно, скоєння зловживань на такому ринку є лише гіпотетичним (див. главу 1).

⁵³ Тертишник В., Кошовий О. Доктринальні проблеми відповідальності за зловживання на фондовому ринку. *Підприємництво, господарство і право*. 2018. № 6. С. 287.

Яскравим прикладом такого підходу може слугувати Польща, де інститут відповідальності за зловживання на ринку виник одночасно з самим ринком (див. докладно § 2 глави 4).

Як приклад наведено випадок, коли такі злочини трапляються в Україні, але відносно до інших, більш розвинених ринків (див. Вставку 2.3).

Вставка 2.3. Розслідування SEC відносно компанії групи «Конкорд Кепітал»

11.08.2015 р. SEC повідомила про безпрецедентну аферу на фондовому ринку США. Протягом 5 років українські хакери Іван Турчинов і Олександр Єременко зламували сервери новинних служб (PRNewswire Association LLC, Marketwired і Business Wire) і скачували з неопублікованих прес-релізів конфіденційну фінансову інформацію про компанії, які торгуються на біржах. Потім ця інформація (зокрема, про Panera Bread Co., Hewlett Packard Co., Caterpillar Inc., Oracle Corp.) передавалася або продавалася третім особам, які використовували її при торгівлі цінними паперами. Таким чином шахраї отримали близько 100 млн дол. незаконного доходу.

SEC пред'явила цивільний позов 34 відповідачам, звинувативши їх у злочинній змові з метою отримання наживи. ФБР провело арешти на території США. У список підозрюваних увійшли і особи з України: компанії Concorde Bermuda (входить у групу української ІК Concorde Capital) і Jaspens Capital Partners, а також Олександр Єременко, Іван Турчинов, Олександр Макаров, Андрій Супранонок, Неля Дубова і Владислав Халупський. У позові зазначалося, що Олександр Макаров отримав близько 80 тис. дол. незаконного доходу, Concorde Bermuda – 3,6 млн дол. А Jaspens і Андрій Супранонок заробили 25 млн дол. на операціях з деривативами, що дозволяють робити ставки на зміну цін акцій – contracts-for-differences (CFDs), спираючись на викрадені прес-релізи, у 2010–2014 рр.

Через місяць SEC оголосила, що Jaspens Capital Partners Limited і її генеральний директор Андрій Супранонок погоди-

лися виплатити 30 млн дол. для врегулювання звинувачень у наживі від торгівлі з використанням непублічної інформації та зламаних корпоративних новин. Без визнання або заперечення цих звинувачень SEC Jaspens і Супранонок погодилися з приписом про порушення положень щодо шахрайства з цінними паперами і пообіцяли повернути 30 млн дол. нібито несправедливих доходів. Jaspens Capital Partners уклала угоду для відновлення репутації.

Після цього на угоду зі слідством пішли інші учасники розслідування: компанія Concorde Bermuda Ltd. (близька до української Concorde Capital) – 4,2 млн дол., французька Guibor S. A. – 4,2 млн дол., французька Omega 26 Investments Ltd. – 3,72 млн дол., російські Copperstone Alpha Fund, Copperstone Capital, Intertrade Pacific, Ocean Prime і трейдер Давид Армарян – сумарно 10 млн дол. У 2016 р. український трейдер Олександр Макаров уклав з SEC угоду і погодився заплатити 100 тис. дол. для врегулювання претензій SEC. Загалом SEC вдалося відшкодувати до листопада 2016 р. 53 млн дол.

Втім у березні 2016 р. SEC подала до суду проти 9 обвинувачених, які отримали 19,5 млн дол. незаконного доходу. Регулятор мав намір продовжити судову справу проти них.

22.05.2017 р. за цією ж справою український хакер Вадим Єрмолович засуджений до 2,5 років тюремного ув'язнення. Вирок було винесено федеральним судом у Ньюарку (штат Нью-Джерсі), де раніше він визнав свою провину у співпраці з двома іншими українськими хакерами, Іваном Турчиновим і Олександром Єременком. Він став четвертим учасником, який визнав себе винним у Ньюарку або Брукліні (Нью-Йорк), і першим хакером, який це зробив. Окружний суддя Медлін Кокс Арлі велів Вадиму Єрмоловичу заплатити 3 млн дол. за реституцію. Його могли посадити на 20 років, але зменшили строк завдяки співпраці зі слідством⁵⁴.

⁵⁴ Американці посадили в тюрму українського биржевого хакера. *Фінансовий клуб*. 23.05.2017. URL: <https://finclub.net/news/amerikantsy-posadili-v-tyurmu-ukrainskogo-birzhevogo-khakera.html>.

Зроблений у цьому параграфі огляд еволюціонування інституту відповідальності за зловживання на фондовому ринку дозволяє констатувати: значне запізнення України у запровадженні цього інституту в законодавство; велику законодавчу мінливість цього інституту (чотири зміни лише в кримінальному законодавстві, тоді як у ЄС за майже той же період лише одна) та його наявну недосконалість.

Водночас практично всі видані науково-практичні коментарі ККУ в частині статей 222¹ та 232¹ наводять як коментар лише текст статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та статті 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», відповідно⁵⁵, та скоригували таким чином дистанцію, створену бланкетним способом подання цих статей. Вочевидь, за браком місця та зіткнувшись із значною понятійно-термінологічною специфікою, автори цих коментарів не наважилися докладно дослідити вже спеціальне законодавство.

Проте інститут відповідальності за зловживання на ринку має принципове значення для його розвитку. Достатньо нагадати, що наразі в ЄС діє окрема Директива MAD II та докладний Регламент MAR (український переклад⁵⁶ тільки Регламенту становить 66 сторінок!). Повинні також враховуватися зобов'язання України щодо імплементації вже до 2020 р. цих актів ЄС у вітчизняне законодавство.

Отже, завдання докладного дослідження та коментування не тільки кримінальних статей щодо відповідальності за зловживання на ринку, але й відповідних частин спеціального законодавства, яке завдяки бланкетному способу викладення стало фактично частиною кримінального, є актуальним.

У наступних параграфах такий аналіз і коментування буде проведено.

⁵⁵ Науково-практичний коментар Кримінального кодексу України / за ред. М. І. Мельника, М. І. Хавронюка. 10-те вид., переробл. та допов. Київ: Дакор, 2018. 1184 с.

⁵⁶ Єдиний доступний переклад, на жаль, є неофіційним і недосконалим, з огляду на значну специфіку та складну фінансову термінологію (URL: <https://www.pard.ua/download.php?downloadid=752>).

§ 3. Законодавчий підхід до визначення маніпулювання на фондовому ринку (стаття 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»)

Стаття 222¹ ККУ та стаття 163⁸ КУПАП не містять визначення маніпулювання, бланкетно посилаючись на законодавство щодо державного регулювання ринку цінних паперів (з великою долею вірогідності, але не безумовно, йдеться про Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»), та лише встановлюють відповідальність за маніпулювання. Саме Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначає дії учасників фондового ринку, які розглядаються як маніпулювання цінами на фондовому ринку та дії, які не є маніпулюванням. Єдиною статтею в цьому Законі зокрема та діючому законодавстві України в цілому, що визначає дії маніпулювання, є стаття 10¹. Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»:

«Стаття 10¹. Маніпулювання на фондовому ринку

Маніпулюванням цінами на фондовому ринку є:

1) здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, які надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності, та вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб і призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок;

2) здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів шляхом вчинення умисних протиправних дій, у тому числі шахрайства чи використання інсайдерської інформації;

3) поширення інформації через засоби масової інформації, у тому числі електронні засоби масової інформації, або будь-якими іншими способами, яке призводить або може призвести до вве-

дення в оману учасників ринку щодо ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансових інструментів на фондовій біржі, що не відповідають дійсності, зокрема поширення недостовірної інформації, у разі коли особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була недостовірною;

4) купівля або продаж фінансових інструментів перед закриттям торговельної сесії фондової біржі з метою введення в оману учасників ринку щодо цін, які склалися наприкінці торговельної сесії;

5) неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів у власних інтересах чи за рахунок одного і того ж клієнта, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець та покупець одного і того ж фінансового інструменту за однаковою ціною в однаковій кількості або які не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів), а також надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансовим інструментом, під час яких покупець та продавець діють в інтересах клієнта;

6) неодноразове протягом торговельного дня здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, що не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети, якщо за результатами таких торгів власник таких фінансових інструментів не змінюється;

7) неодноразове невиконання учасником біржових торгів зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними протягом торговельного дня увласних інтересах або за рахунок клієнтів, якщо укладення зазначених контрактів спричинило значне збільшення або зниження ціни фінансового інструменту, за умови, що такі контракти мали суттєвий вплив на ціну такого інструменту;

8) укладення на фондовій біржі угод з фінансовим інструментом за ціною, що має суттєве відхилення від ціни відповідного фінансового інструменту, яка склалася на фондовій біржі тієї ж торговельної сесії (поточна ціна) шляхом подання безадресних заявок, за умови, що угоди укладені від імені та/або за рахунок осіб, між

якими (працівниками яких) існувала попередня домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни.

Не є маніпулюванням цінами на фондовій біржі дії, що мають на меті:

1) підтримання цін на емісійні цінні папери узв'язку з їх публічним розміщенням або обігом, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з емітентом таких цінних паперів;

2) підтримання цін на цінні папери відкритих або інтервальних інститутів спільного інвестування узв'язку з їх викупом у випадках, установлених законом;

3) підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з фондовою біржею.

Також не є маніпулюванням на фондовому ринку дії, що вчиняються органами державної влади узв'язку з реалізацією грошово-кредитної політики або політики управління державним боргом».

Крім того, статтю 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» було доповнено пунктом 37¹, яким до компетенції регулятора віднесене встановлення наявності **ознак маніпулювання** на фондовому ринку.

Водночас Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» регулятору ринку (НКЦПФР) не надано повноважень щодо тлумачення статті 10¹ цього закону, а отже ця стаття є нормою прямої дії.

Рішенням від 14.06.2011 р. № 716 регулятором ринку також був затверджений Порядок запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі, який встановлює механізм та визначає дії учасників біржових торгів та фондової біржі, спрямовані на запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі. У зазначеному Порядку в контексті визначення маніпулювання було процитовано статтю 10¹ Закону України «Про

державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Як впливає з назви та змісту Порядку, він не спрямований на виявлення ознак маніпулювання, тому далі розглядатися не буде.

Ще пізніше НКЦПФР були розроблені Методичні рекомендації зі встановлення наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку (затверджені Наказом Голови НКЦПФР від 19.08.2013 р. № 445, далі – Методичні рекомендації), що є не нормативно-правовим актом, а непублічним документом для внутрішнього використання в НКЦПФР. Зрозуміло, що такі Методичні рекомендації не можуть бути віднесені до українського законодавства навіть у найширшому значенні цього поняття. Водночас дії, передбачені пунктами 37¹ та 37² частини 2 статті 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», так само як і інші пункти цієї статті, законодавець кваліфікує як завдання НКЦПФР:

«37¹) встановлює наявність ознак маніпулювання на фондовому ринку;

{Частина другу статті 7 доповнено пунктом 37¹ згідно із Законом від 21.04.2011 р. № 3267-VI}

37²) встановлює критерії суттєвого відхилення ціни від точної ціни фінансового інструменту на фондовій біржі залежно від виду, ліквідності та/або ринкової вартості такого інструменту;

{Частина другу статті 7 доповнено пунктом 37² згідно із Законом від 21.04.2011 р. № 3267-VI}»

Логічно стверджувати, що будь яка дія, в тому числі «встановлення», відбувається за певним порядком. І хоча прямо закон про це не вказує, НКЦПФР має встановити такий порядок власним підзаконним нормативно-правовим актом. Саме такою формою регулювання оформлено більшість завдань НКЦПФР, сформульованих у подібний спосіб. Проте за вісім років, протягом яких діє ця норма закону, регулятор так і не наважився прийняти нормативно-правові акти щодо порядків встановлення ознак маніпулювання та критеріїв суттєвого відхилення ціни, але за той же період більше сотні разів порушував справи та застосував санкції (див. § 6 глави 2, Вставку 2.17).

У цілому складається стійке враження, що НКЦПФР, застосовуючи фінансові санкції за маніпулювання на фондовій біржі, діє не у спосіб, встановлений законом.

Тим не менш, Методичні рекомендації будуть докладно розглянуті окремо в § 1 глави 3. У наступному ж параграфі будуть проаналізовані лише термінологічний апарат Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та Методичних рекомендацій.

§ 4. Терміни та поняття, що використовуються в статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»

Стаття 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» містить цілий ряд понять, у тому числі унікальних, тобто таких, що не зустрічаються та не тлумачаться в жодному законодавчому акті України, та доволі специфічні терміни. Понятійно-термінологічний апарат є основою будь-якого закону, але в цьому випадку, з огляду на специфічність дій, що є маніпулюванням, він набуває принципового характеру. Одиначні терміни певною мірою відображені у нормативно-правових актах НКЦПФР (Положення про функціонування фондових бірж⁵⁷, Порядок визначення біржового курсу цінного папера⁵⁸) та пра-

⁵⁷ Протягом 2007–2018 рр. діяли 2 редакції: першу затверджено рішенням ДКЦПФР від 19.12.2006 р. № 1542 (за 6 років чинності у 2007–2012 рр. до нього 6 раз вносилися зміни), другу – рішенням НКЦПФР від 22.11.2012 р. № 1688 (за 6 років чинності у 2013–2018 рр. до нього 6 раз вносилися зміни). В окремі роки (зокрема, у 2018 р.) зміни вносилися неодноразово.

⁵⁸ Протягом 2013–2018 рр. діяли 2 редакції: першу затверджено рішенням НКЦПФР від 13.08.2013 р. № 1466 (чинне у 2013–2015 рр.), другу – рішенням НКЦПФР від 03.07.2015 р. № 933 (чинне у 2015–2018 рр.) До 2013 р. порядок визначення біржового курсу був складовою Положення про функціонування фондових бірж і також регулярно змінювався.

вилах фондових бірж, зареєстрованих НКЦПФР. Хоча, як уже згадувалося, стаття 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» є нормою прямої дії, а отже, використання термінології нормативно-правових актів НКЦПФР, а не Закону, для тлумачення термінів Закону є сумнівним. Але оскільки зазначене Положення та Порядок – це основні нормативні документи щодо визначення цін на фондовій біржі, які фактично використовуються професійними учасниками фондового ринку, то варто залучити до розгляду щонайменше їхньою термінологію. Саме цими документами керується НКЦПФР при визначенні маніпулювання та, мабуть, і інші державні органи не обійдуться без них при визначенні наявності ознак маніпулювання.

Слід звернути увагу, що, на відміну від статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», яка з моменту прийняття у 2011 р. жодного разу не змінювалася, норми Положення про функціонування фондових бірж змінювалися 7 (!) разів (тобто в середньому раз на рік) – і саме в частині визначення цінних орієнтирів; до того ж виникли 2 нові редакції порядку визначення біржового курсу. Під час дії тієї самої редакції Закону терміни, які використовуються при визначенні маніпулювання, фактично змінювалися і неодноразово. Це ще одна ознака неприпустимості використання бланкетних норм в ККУ та КУпАП.

У статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» наведено такі терміни та поняття:

- «очевидний економічний сенс»;
- «очевидна законна мета»;
- «ціна цінного папера, яка не відповідає дійсності»;
- «поставка, придбання цінного папера, яка не відповідає дійсності»;
- «інші ціни, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок»;
- «намагання здійснити операції»;
- «операція»;
- «встановлення ціни»;
- «ціна»/«ціни»;
- «перед закриттям торговельної сесії»;
- «значне збільшення або зниження ціни цінного папера»;

- «суттєвий вплив на ціну цінного папера»;
- «суттєве відхилення ціни цінного папера»;
- «суттєве відхилення від поточної ціни».

Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» не містить чітких та взагалі будь-яких визначень цих термінів і понять. Методичні рекомендації також жодним чином цього не конкретизують. Все ж спробуємо проаналізувати термінологічно статтю 10¹ з позиції наявних практик, роз'яснень НКЦПФР, логіки та здорового глузду.

2.4.1. Поняття «очевидний економічний сенс»

Принципово важливим є коректне розуміння питання оцінки наявності/відсутності економічного сенсу операцій.

Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» не тільки не містить визначення цього поняття, але й не визначає, яким терміном (година, день, тиждень, податковий період тощо) обмежується досягнення (отримання) «очевидного економічного сенсу».

Позитивний торговельний результат від операцій купівлі-продажу цінних паперів окремого випуску є не єдино можливою складовою економічного сенсу, а достатньо умовним, попереднім чинником. Торговельний результат не можна визначити, ґрунтуючись винятково на даних щодо біржових торгів та не маючи додаткової об'єктивної інформації: про балансові ціни цінних паперів в обліку учасників біржових торгів, нарахування/отримання купонного доходу чи амортизацію дисконту, резервування, інші операції (в інші дні, на іншій біржі та поза фондовою біржею), інші дані, що дозволяють більш об'єктивно оцінити економічний сенс від операцій.

Абсолютно нелогічним вбачається підхід, що єдиний негативний денний проміжний результат від окремих трансакцій є підставою для звинувачення в маніпулюванні. Фактично протягом терміну володіння цінними паперами (від дати первісного придбання до дати остаточного продажу чи до погашення) учасник біржових торгів (або його клієнт) здійснює багато періодичних операцій ку-

півлі-продажу, переоцінок, нарахування та отримання відсотків, кожна з яких має свій результат, що відображається в обліку.

Для банків визначення результату від реалізації цінних паперів врегульовано Інструкцією з бухгалтерського обліку таких операцій. Протягом останніх років змінилося кілька редакцій зазначеної Інструкції⁵⁹, але загальні принципи щодо цього не змінилися: результат (прибуток чи збиток) від реалізації (продажу) цінних паперів розуміється як різниця між вартістю реалізації (продажу) та балансовою вартістю. Крім того, здійснюються регулярні переоцінки (приведення до справедливої вартості, в тому числі у певних випадках відповідно до результатів біржового ціноутворення) та нарахування процентів (амортизації дисконту/премії) за борговими цінними паперами з метою їх об'єктивної оцінки в балансі.

Члени біржі (не банки) також відповідно до стандартів бухгалтерського обліку враховують боргові цінні папери за справедливою вартістю.

Для оцінки фінансового результату застосовується показник балансової вартості (розраховується індивідуально кожним власником відповідно до витрат на придбання, порядку амортизації, нарахування та отримання процентних доходів, віднесення до того чи іншого портфеля, зменшення корисності, строку володіння та інших параметрів оцінки), а не умовний розрахунок різниці між цінами окремо взятих біржових угод, частина з яких укладається ще й без участі самого учасника біржових торгів.

Проте визначення економічного сенсу наведене саме в нормативно-правових документах НБУ: «Економічна доцільність (сене) фінансової операції – аргументоване обґрунтування, що така фінансова операція спрямована на досягнення економіч-

⁵⁹ Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України (затверджена Постановою Правління НБУ від 03.10.2005 р. № 358. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1265-05>); Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами та фінансовими інвестиціями в банках України (затверджена Постановою Правління НБУ від 22.06.2015 р. № 400. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0400500-15>); Інструкція з бухгалтерського обліку операцій із фінансовими інструментами в банках України (затверджена Постановою Правління НБУ від 21.02.2018 р. № 14. URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/PB18022.html).

ного результату, економічних або особистих цілей, які не порушують вимоги законодавства України або не спрямовані на такі порушення»⁶⁰.

Це визначення не обмежується у часі, тобто, економічний результат може розраховуватися не за 1 торговельний день, а за інший період. Крім того, визначенням передбачається не тільки прямий економічний результат, але й інші економічні цілі.

Об'єктивно оцінюючи операції з врахуванням їхнього відображення в бухгалтерському обліку, зазвичай можна дійти висновку, що в учасників біржових торгів має фіксуватися позитивний остаточний фінансовий результат від володіння цінними паперами – торговельний (за весь період володіння, а не за окремий, штучно обраний день), процентний, дохід від використання як застави, зростання вартості такої застави, зростання вартості портфеля, можливість не витратити кошти на формування резервів, необхідність виконання економічних нормативів тощо.

Цей результат не співставний з одиничним, проміжним негативним, умовно розрахованим результатом за штучно обраний період (день?).

НКЦПФР надає досить оригінальне трактування поняття очевидного економічного сенсу (див. Вставку 2.4), при цьому в іншому листі (див. Вставку 2.5) погоджується з відсутністю визначення цього поняття в законодавстві. Наприклад, навіть не дуже вдалий опис економічних мотивів у статті 222¹ ККУ серед інших зазначає такий, як уникнення збитків. Просте звернення до логіки показує, що метою продажу зі збитком може мати на меті підтримання ліквідності (миттєвої ліквідності), тобто термінове залучення обігових коштів з метою придбання більш вигідних активів, виконання зобов'язань за іншими фінансовими операціями, здійснення видатків на господарчі потреби (виплата заробітної плати тощо). Регулятору слід було б нагадати, що зобов'язання професійного учасника фондового ринку (фінансової установи) крім отримання прибутку пов'язані з необхідністю уникнення оче-

⁶⁰ Положення про порядок здійснення банками аналізу та перевірки документів (інформації) про фінансові операції та їх учасників (затверджене Постановою Правління НБУ від 15.08.2016 р. № 369. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0369500-16>).

видних ризиків, які передбачені рішенням НКЦПФР від 01.10.2015 р. № 1597 та мають мінімізуватися профучасниками:

– ринковий ризик, пов'язаний з несприятливою зміною ринкової вартості фінансових інструментів у зв'язку з коливаннями цін у різних сегментах фінансового ринку (процентний, пайовий, валютний, товарний ризику);

– кредитний ризик, пов'язаний з невиконанням контрагентом своїх фінансових зобов'язань перед установою відповідно до умов договору;

– ризик ліквідності, пов'язаний з неможливістю своєчасного виконання в повному обсязі фінансових зобов'язань, не зазнавши при цьому неприйнятних втрат, внаслідок відсутності достатнього обсягу високоліквідних активів⁶¹.

Отже, дії, що спрямовані на уникнення ризиків, напевно, мають економічний сенс!?

Вставка 2.4. Трактуння НКЦПФР поняття «очевидний економічний сенс».

Відповідно до норм, передбачених частиною першою статті 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», торговці цінними паперами створюються у формі господарських товариств, для яких операції з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами є виключним видом діяльності.

Згідно з нормами, передбаченими частиною другою статті 1 Закону України «Про господарські товариства», господарські товариства створюються з метою одержання прибутку.

Таким чином, викладене свідчить, що метою здійснення операцій з цінними паперами є перехід права власності на цінні папери, а також отримання прибутку від таких операцій.

⁶¹ Рішення НКЦПФР від 01.10.2015 № 1597 «Про затвердження Положення щодо прудеційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1311-15>.

Якщо внаслідок аналізу біржових торгів за певний період часу виявлено операції з цінними паперами, за результатами яких не відбувається фактична зміна власника цінних паперів, у Комісії є підстави вважати, що дані операції можуть не мати очевидної законної мети. Водночас, якщо в результаті таких операцій хоча б один з учасників торгів не отримує прибуток від таких операцій, у Комісії є підстави вважати, що такі операції вчиняються не з метою отримання прибутку, що визначено Законом України «Про господарські товариства» як основна мета діяльності господарського товариства. Отже, такі операції можуть не мати очевидного економічного сенсу хоча б для одного з учасників торгів, а в діях учасників біржових торгів можуть бути ознаки маніпулювання на фондовій біржі, передбачені пунктом 5 частини першої статті 10¹ Закону⁶².

З точки зору НКЦПФР, будь-яка угода будь-якого учасника біржових торгів, що завдала «збиток» (саме за підрахунком регулятора), вже є маніпулюванням, а для протилежної сторони угоди, яка отримала прибуток, це вже не буде маніпулюванням, тобто одна й та сама угода може бути маніпулюванням, а може і не бути.

2.4.2. Поняття «очевидна законна мета»

Не зрозуміло, яким чином відсутність «очевидної законної мети» та «мети» взагалі може бути ознакою правопорушення або злочину. Припустімо, що відсутність «очевидної законної мети» може бути в діях, щодо яких очевидна або доведена їхня незаконність. Проте в цьому контексті законність дій навпаки обумовлюється наявністю «очевидної законної мети». Тобто порушуються закони логіки – причина міняється місцем з наслідками.

⁶² Відповідь НКЦПФР на лист ТОВ «ТАСК-Брокер». До речі, 20.05.2019 р. Окружним адміністративним судом Києва було скасовано санкції НКЦПФР до ТОВ «ТАСК-Брокер» у вигляді штрафу за маніпулювання. (URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/task-brokier-vyighral-sud-u-nktsbfr>).

Вставка 2.5. Відповідь НКЦПФР на запит СРО щодо термінології, пов'язаної із маніпулюванням

Вих. № 08/01-63 від 16.05.2017 р.,
вх. № 14878 від 19.05.2017 р.

Голові Національної комісії
з цінних паперів та
фондового ринку
п. Хромаєву Т. З.

СРО Асоціація «Українські Фондові Торговці» звертається до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку з проханням надати офіційні роз'яснення з таких питань, пов'язаних з визначенням маніпулювання відповідно до статті 10¹ Закону:...

1.1. Яким саме чином... кількісно визначаються ціни, що існували б за відсутності операцій чи надання заявки на купівлю або продаж цінних паперів, які надають або можуть давати уявлення щодо поставки, придбання або ціни ЦП, що не відповідають дійсності?..

1.3. Які саме дії учасників біржових торгів кваліфікуються як «операції» відповідно до статті 10¹ Закону?..

1.4. Яким саме чином... визначається намагання здійснити операції...?

1.5. Яким саме чином... визначається факт надання уявлення щодо поставки, придбання або ціни ЦП, що не відповідають дійсності?

1.6. Яким саме чином... визначається факт невідповідності дійсності поставки, придбання або ціни ЦП?

Вих. № 14/03/126217 від
27.06.2017 р.

Президенту Асоціації
«Українські Фондові Торговці»
Гуржій Н. А.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України (далі – Комісія, НКЦПФР) розглянула Ваше звернення за вх. № 14878 від 19.05.2017 р. (далі – Лист) та повідомляє:

Згідно з пунктом 18 частини 4 Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, затвердженого Указом Президента України від 23.11.2011 р. №1063/2011, Комісія відповідно до покладених на неї завдань, зокрема, роз'яснює порядок застосування законодавства про цінні папери та акціонерні товариства, здійснює офіційне тлумачення власних нормативно-правових актів.

...Разом з тим, ряд понять, що зазначені у пунктах 1.1, 1.3, 1.4, 1.5, 1.6, 2.1, 3.1, 4.1, 5.1, 5.2, 5.3, 5.4, 7.3 Вашого листа, в законодавстві про цінні папери та акціонерні товариства не визначені. Враховуючи зазначене, існує необхідність врегулювання даного питання на законодавчому рівні.

...Комісією здійснюється розробка проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів

2. Щодо дій, визначених пунктом 2 статті 10¹ Закону ...2.1. Які ще, крім шахрайства та використання інсайдерської інформації, умисні протиправні дії мають на увазі..?

3.1. Яким саме чином... визначається факт невідповідності дійсності поширюваної інформації?..

4.1. Який саме проміжок часу має на увазі під словосполученням «перед закриттям торговельної сесії фондової біржі» (остання секунда, хвилина, година тощо)..?

5.1. Яким саме чином... визначається поняття «очевидний економічний сенс»?..

5.2. Яким терміном (година, день, тиждень тощо)... обмежується досягнення (отримання) «очевидного економічного сенсу»?

5.3. Чи є поняття «очевидний економічний сенс» тотожним проміжному торговельному результату від операцій купівлі-продажу на 1 фондовій біржі за 1 торговельний день за окремим ЦП... або необхідно також врахувати інші складові економічного результату?..

5.4. Яким саме чином... визначається поняття «очевидна законна мета»?..

7.3. Яким чином... кількісно вимірюється «суттєвий вплив на ціну цінного папера»?

Президент Асоціації Н. Гуржій

України (щодо протидії зловживанням на фондовому ринку)» (далі – Законопроект), яким зокрема передбачається внесення змін до Кримінального кодексу України, Кодексу України про адміністративні правопорушення, Законів України «Про цінні папери та фондовий ринок» та «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», з метою приведення їх норм у відповідність до вимог права ЄС, зокрема, в частині забезпечення протидії маніпулюванню на фондовому ринку.

Після прийняття Верховною Радою України зазначеного Законопроекту з метою забезпечення повної імплементації актів ЄС у сфері протидії маніпулюванню **Комісією будуть розроблені нормативно-правові акти**, які в тому числі будуть базуватися на рекомендаціях і технічних стандартах ESMA: **орієнтовний невичерпний** перелік показників, що стосуються подання недостовірних сигналів або таких, що вводять в оману, або фіксації цін та процедур їх обчислення; прийнятні ринкові практики, які не є маніпулюванням на фондовому ринку...

Член Комісії І. Назарчук

Натомість НКЦПФР у своїх роз'ясненнях фактично поєднує поняття «очевидний економічний сенс» та «очевидна законна мета» (див. Вставку 2.4), хоча знов-таки констатує відсутність законодавчого визначення цього поняття (див. Вставку 2.5).

Наприкінці згадаємо, що законодавство щодо відмивання доходів, одержаних злочинним шляхом, та щодо оподаткування також використовує поняття «очевидний економічний сенс» (так само не розкриває його), але в іншому контексті – лише як ознаку ризику порушення законодавства або як підстава для підозри щодо правомірності дій. Проте це саме поняття в контексті статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», статті 222¹ ККУ та статті 163⁸ ККУ є ознакою правопорушення або злочину.

2.4.3. Терміни «ціна/ціни», «ціни які склалися наприкінці торговельної сесії», «ціна... цінного папера, яка склалася тієї ж торговельної сесії (поточна ціна)»

Термін «ціна/ціни» є загальнозживаним і зустрічається у багатьох законодавчих та нормативних актах. Проте у практиці біржової діяльності та відповідно до вимог нормативних актів НКЦПФР (див. *Вставки 2.6–2.10*) за наслідками котирування на фондовій біржі визначаються та оприлюднюються різні цінові орієнтири, які мають безпосереднє відношення до ціни фінансового інструменту: поточна ціна (див. *Вставку 2.6*), ціна відкриття, ціна закриття (див. *Вставку 2.7*), ціни кращої (найменшої) заявки на продаж та кращої (найбільшої) заявки на купівлю та, нарешті, біржовий курс (див. *Вставку 2.8*). У такому контексті зовсім не зрозуміло, до якої саме «ціни» (цінового орієнтиру) має відношення цей термін у контексті статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Вставка 2.6: Поточна ціна

Поняття «поточна ціна цінного папера» вперше було визначено рішенням Комісії від 21.05.2010 р. № 619 як «ціна цінного папера, що розраховується як середнє арифметичне зважене цін укладених біржових угод за таким цінним папе-

ром за проміжок часу, визначений правилами біржі, але не більший, ніж 60 хвилин».

Рішенням Комісії від 22.11.2012 р. № 1688 було затверджено нову редакцію Положення про функціонування фондових бірж і нове визначення поточної ціни, яке звузило проміжок часу (розрахунковий період) з 60 до 1 хвилини та виключило при розрахунку поточної ціни договори РЕПО, біржові контракти (договори), укладені на підставі адресних заявок, а також при первинному розміщенні цінних паперів та при проведенні торгів з продажу акцій, що належать державі.

Рішенням Комісії від 06.08.2015 р. № 1217 до переліку режимів торгів, які не враховуються при розрахунку поточної ціни, було додано односторонні аукціони.

Рішенням Комісії від 16.02.2018 р. № 92 врегульовано особливості розрахунку для облігацій, тому визначення набуло такого вигляду:

«поточна ціна цінного папера – ціна цінного папера, що розраховується як *середнє арифметичне зважене* цін біржових контрактів (договорів), укладених за таким цінним папером за проміжок часу, визначений правилами біржі, але не більший, ніж *1 хвилина (розрахунковий період)* відповідно до вимог цього Положення. *Поточна ціна облігації* розраховується без врахування НКД. Під час розрахунку поточної ціни цінного папера *не враховуються* договори РЕПО, біржові контракти (договори), укладені на підставі адресних заявок, а також під час первинного розміщення цінних паперів, на односторонніх аукціонах та під час проведення торгів з продажу акцій, що належать державі».

Крім того, після набуття чинності рішенням Комісії від 22.11.2012 р. № 1688 *поточна ціна може визначатися навіть за відсутності угод – на підставі безадресних заявок:*

«У разі відсутності протягом розрахункового періоду біржових контрактів (договорів), які враховуються при розрахунку поточної ціни цінного папера, поточна ціна цінного папера визначається з урахуванням безадресних заявок, на підставі

яких можуть бути укладені такі біржові контракти (договори), таким чином:

– якщо краща ціна, вказана в безадресній заявці на купівлю цінного папера, є вищою за останнє розраховане на підставі біржових контрактів (договорів) значення поточної ціни відповідного цінного папера, то поточна ціна цінного папера вважається рівною кращій ціні, вказаній у безадресній заявці на купівлю відповідного цінного папера;

– в іншому випадку, якщо краща ціна, вказана в безадресній заявці на продаж цінного папера, є нижчою за останнє розраховане на підставі біржових контрактів (договорів) значення поточної ціни відповідного цінного папера, то поточна ціна цінного папера вважається рівною кращій ціні, вказаній у безадресній заявці на продаж відповідного цінного папера.

В інших випадках поточна ціна цінного папера вважається рівною останній розрахованій на підставі біржових контрактів (договорів) поточній ціні цього цінного папера»⁶³.

Остання норма є проблемою, про яку зазначалося у *главі 1*: в умовах неліквідного ринку та домінування адресного характеру укладення угод (за відсутності протягом тривалого часу укладених договорів і безадресних заявок) поточні ціни переважної більшості випусків цінних паперів залишаються без змін, формують неактуальні та необ'єктивні цінові орієнтири.

Значні зміни поточної ціни порівняно з ціною закриття попереднього торговельного дня розглядаються як ознаки ситуацій цінової нестабільності (див. *пункт 2.4.5 § 4 глави 2*).

На відміну від абстрактних «цін», поточна ціна є єдиним конкретизованим ціновим індикатором, який згадується у статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Вставка 2.7: Ціна відкриття/закриття

Поняття «ціни відкриття» та «ціни закриття» вперше були визначені в Положенні про функціонування фондових бірж одночасно з поняттям «поточна ціна цінного папера» (у 2010 р.), оскільки фактично є дискретними значеннями поточної ціни, розрахованими на початку та наприкінці торговельної сесії.

Визначення ціни відкриття/закриття у різних редакціях Положення про функціонування фондових бірж дещо відрізнялися, але більшою мірою в контексті проміжку часу, протягом якого розраховуються ці показники.

У 2010–2012 рр. ціни відкриття/закриття мали визначатись як середньозважена ціна цінного папера за *перші/останні 60 хвилин біржових торгів*⁶⁴.

У 2013 р. після набуття чинності нової редакції Положення (затверджене рішенням Комісії від 22.11.2012 р. № 1642) регулювання стало більш ліберальним (визначення ціни відкриття стало досить умовним, проміжок часу для розрахунку віднесено на розсуд біржі; визначення та порядок розрахунку ціни закриття взагалі було відсутнє, хоча термін і застосовувався).

У 2014–2015 рр., за наслідком змін, внесених рішеннями Комісії від 04.11.2014 р. № 1492 та від 06.08.2015 р. № 1217, в Положенні знов з'явилися визначення ціни відкриття/закриття, чинні дотепер:

- «ціна відкриття – значення першої розрахованої поточної ціни протягом торговельного дня»;
- «ціна закриття – останнє розраховане протягом торговельного дня значення поточної ціни».

Тож для ціл відкриття/закриття діють ті самі обмеження, які встановлені для розрахунку поточної ціни (див. *Вставку 2.6*).

⁶³ Визначення цього та інших понять, незалежно від редакції, наведені у розділі I Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 19.12.2006 р. № 1542. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0035-07>. Інші особливості розрахунку та обмежень – у пункті 13 розділу II.

⁶⁴ Пункти 9.1–9.3 розділу III Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж».

Вставка 2.8: Біржовий курс цінного папера

Відповідно до законодавства України (статті 8 Закону України «Про акціонерні товариства», статті 5², 23, 25 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та нормативно-правових актів НКЦПФР), біржовий курс є єдиним та найбільш об'єктивним показником, що визначає ринкову вартість емісійних цінних паперів.

Вимоги регулятора до порядку визначення біржового курсу неодноразово змінювалися.

Первісно у рішенні Комісії від 19.12.2006 р. № 1542 біржовий курс був визначений досить лапідарно – як «ринкова ціна цінного папера, яка визначається за результатами біржових торгів на підставі укладених біржових угод». Для визначення біржового курсу було достатньо укласти 1 угоду, будь-яку, в тому числі згодом змінену (зокрема і в частині ціни), невиконану чи анульовану.

Пізніше з'явилися додаткові вимоги, які регулярно змінювалися (і не тільки в бік підвищення): до мінімальних строків виконання біржових контрактів (від 1 до 3 днів), умов укладення контрактів (в безадресних умовах), мінімальної кількості контрактів, укладених протягом дня (наразі ця норма зменшена з 3 до 1), контролю виконання таких контрактів, обсягу торгів тощо.

Наразі I розділ Положення про функціонування фондових бірж містить визначення поняття («біржовий курс цінного папера – розрахункове значення ціни цінного папера (ринкова ціна цінного папера), яке визначається відповідно до порядку визначення біржового курсу цінного папера, встановленого НКЦПФР, та оприлюднено відповідно до цього Положення»); розділ VI – окремі вимоги до визначення та оприлюднення біржового курсу. Детальний порядок визначення біржового курсу врегульовано окремим рішенням Комісії від 03.07.2015 р. № 933. Ці нормативно-правові акти передбачають розрахунок біржового курсу як середнього арифметичного зваженого цін біржових договорів (необме-

женої кількості, хоч і 1), які відповідають низці специфічних параметрів:

- певні умови розрахунків (строк виконання до 2 робочих днів);

- певний режим торгів (аналогічний вимогам до розрахунку поточної ціни – не враховуються договори, укладені при первинному розміщенні ЦП, за операціями РЕПО, на підставі адресних заявок, при проведенні торгів з продажу акцій, що належать державі, на односторонніх аукціонах);

- укладення на підставі винятково безадресних заявок, які входять до граничного спреду котирування, що становить не більше ніж 15% та існує протягом не менше ніж 50% часу торговельної сесії;

- мінімально допустимий обсяг безадресних заявок і загальна сума укладених біржових договорів, за якими розраховується біржовий курс, у межах граничного спреду котирування, – не менше ніж 20 тис. грн (для боргового цінного папера – не менше ніж 200 тис. грн).

Якщо поточна ціна (ціна закриття) існує навіть за відсутності торгів і дорівнює останньому розрахованому за наслідком торгів значенню, незалежно від того, коли ці торги відбулися, то біржовий курс, за відсутності укладення протягом торговельного дня контрактів, що відповідають вимогам НКЦПФР, не визначається в такий торговельний день.

Вставка 2.9. Види заявок, що подаються для укладення біржових договорів

Визначення та класифікація заявок у Положенні про функціонування фондових бірж вперше були внесені рішенням Комісії від 21.05.2010 р. № 619 і дотепер суттєво не змінилися:

- заявка – подана учасником біржових торгів, згідно з правилами фондової біржі, пропозиція на купівлю чи продаж цінних паперів або інших фінансових інструментів, яка містить умови, на яких пропонується здійснити укладення біржового контракту (договору); зареєстрована фондовою біржею заявка учасника біржових торгів є пропозицією та згодою цього учасника укласти та виконати біржовий контракт (договір);
- заявка адресна – заявка, яка подана учасником біржових торгів та адресована іншому учаснику біржових торгів;
- заявка безадресна – заявка, яка подана учасником біржових торгів та адресована усім учасникам біржових торгів.

Про переваги та недоліки торгів в адресному та безадресному режимі див. § 3 глави 1.

Рішенням НКЦПФР від 13.08.2013 р. № 1465 впроваджене визначення ще одного виду заявки:

- заявка анонімна – заявка, умови якої не дозволяють учасникам біржових торгів до моменту укладення біржового контракту ідентифікувати учасника біржових торгів, який виставив таку заявку.

Водночас Рішенням НКЦПФР від 13.08.2013 р. № 1466 було впроваджено вимогу розраховувати біржовий курс відповідно до цін біржових договорів, укладених на підставі анонімних заявок. Проте рішенням Комісії від 03.07.2015 р. № 933 цю вимогу було лібералізовано: для визначення біржового курсу достатнім стало укладення біржових договорів, укладених на підставі безадресних заявок. Наслідком цього стала можливість використовувати для формування біржового курсу та поточної ціни безадресні неанонімні заявки, які адресовані

усім учасникам біржових торгів, але містять відомості про ініціатора заявки. Це дозволяє подавати заявки та укладати договори за попередньою домовленістю.

Вставка 2.10. Визначення цін для облігацій

Рішенням НКЦПФР від 16.02.2018 р. № 92 до Положення про функціонування фондових бірж були вперше внесені специфічні поняття, пов'язані з ціноутворенням для боргових інструментів:

- накопичений купонний (процентний) дохід за облігацією (далі – НКД) – частина купонного (процентного) доходу за облігацією, яка розраховується пропорційно кількості днів від дати виплати попереднього купонного доходу, або дати розміщення облігації або дати початку нарахування першої купонної виплати до дати проведення грошових розрахунків за договором купівлі-продажу облігації;
- ціна облігації – сума НКД та добутку «чистої» ціни облігацій на номінальну вартість;
- «чиста» ціна облігації – ціна облігації без врахування НКД, виражена у відсотках від її номінальної вартості (поточної номінальної вартості – для амортизаційних облігацій).

Основною метою визначення цих понять було впровадження спеціальних критеріїв контролю виконання функцій маркет-мейкерів щодо підтримання ліквідності державних облігацій.

Крім того, зазначеним рішенням вперше впроваджено вимоги щодо обов'язкового оприлюднення фондовими біржами показників доходності облігацій.

Класифікація біржових цін зовсім не обмежується згаданими визначеннями. Ціни за укладеними договорами на біржі також класифікуються залежно від виду заявок, на підставі яких такі дого-

вори укладені (див. Вставку 2.9). Так, саме на підставі безадресних заявок вимагається визначати поточну ціну (ціни відкриття та закриття) (див. Вставки 2.6 та 2.7) та біржовий курс (див. Вставку 2.8).

Серед біржової інформації існують і ціни, які визначаються на підставі адресних заявок, насамперед кращі ціни заявок на купівлю та продаж, а також середньозважені ціни або ціни останніх угод і відповідні доходності.

Та й це ще не все. Рішенням НКЦПФР від 16.02.2018 р. № 92 до Положення про функціонування фондових бірж додано ще визначення окремих цін для облігацій (див. Вставку 2.10).

У преамбулі до цього параграфа вже згадувалося, що деякі терміни, які вживаються в статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», враховані в Положенні про функціонування фондових бірж. Водночас термін «поточна ціна» (та певною мірою її остаточне значення наприкінці торговельної сесії – «ціна закриття») є **єдиним** показником, врегульованим на рівні Положення про функціонування фондових бірж, але з наступними застереженнями:

1) звернемо увагу, що термін «ціни, які склалися наприкінці торговельної сесії» досить суттєво відрізняється від визначення, наведеного в нормативному акті НКЦПФР щодо ціни закриття. Останній пропонує вважати ціною закриття останню поточну ціну цінного папера (див. Вставку 2.7);

2) контекст застосування терміну «поточна ціна» в статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» пропонує визначати його за проміжок часу, який дорівнює всій торговельній сесії, отже, відрізняється від визначення в нормативному акті (див. Вставку 2.6).

Обговорюючи біржові ціни в контексті сучасного стану розвитку фондового ринку України (див. § 3 глави 1), не можна обійти увагою питання: чи справді це достовірні цінові орієнтири, так звані «дійсні ціни» (див. пункт 2.4.4 § 4 глави 2), які визначаються в нормативних документах та фактично встановлюються фондовими біржами?

Ціни облігацій на фондових біржах коливаються у більш-менш вузьких діапазонах (відповідно до валюти номіналу, амортизації премії/дисконту), а їхню доходність приблизно відповідає

відсотковим ставкам на ринку, дохідності аналогічних за умовами інструментів. Натомість ціни акцій і фондових індексів, які розраховуються на підставі їхньої динаміки, з різних, можливо, в певних випадках, не надто об'єктивних причин, коливаються у вкрай широких діапазонах⁶⁵ або відсутні взагалі протягом дуже тривалих проміжків часу. Ціни переважної більшості цінних паперів у біржовому обігу є або неактуальними, або досить умовними.

Це пов'язане, по-перше, з об'єктивними характеристиками нерозвинутого національного ринку капіталу (вкрай низька ліквідність, дефіцит інвестиційно привабливих інструментів, вузьке коло та обмежені ресурси фінансових інститутів, низький попит на українські цінні папери серед населення та зовнішніх інвесторів), по-друге, із суперечливим, непослідовним регулюванням ринку, в тому числі в контексті вимог до ціноутворення.

Зокрема, вимоги до актуальності ціни закриття в Положенні про функціонування фондових бірж відсутні, хоча саме з ціною закриття (незалежно від дати торгів, коли така ціна закриття була сформована) порівнюються поточні ціни (а для держоблігацій – ще й ціни адресних заявок) з метою контролю т.зв. ситуацій цінової нестабільності та ознак маніпулювання. Як наслідок, пропонується порівнювати ціни заявок та біржових договорів з цінами, які були сформовані кілька місяців чи навіть років тому (див. також § 3 глави 1). У такому вигляді це схоже не стільки на протидію маніпулюванню та надмірними ціновим коливанням, скільки на боротьбу із здорівим глуздом.

Слід визнати, що *на неліквідному ринку сам собою не виникає регулярний попит та пропозиція щодо цінних паперів, незважаючи*

⁶⁵ Наприклад, індекс акцій ПФТС у 2007 р. зріс у 2,4 раза (з 499 до 1174), а у наступному 2008 р. скоротився одразу в 3,9 раза (з 1174 до 301). Дійсно, світова фінансова криза могла вплинути на ціни активів, але ж в інших країнах масштаб скорочення цін був значно скромнішим, напевне, тому що ціни напередодні кризи були ближчими до реальності. З огляду на це, зростання вже індексу УБ у 2017 р. одразу на 71% та продовження його зростання у 2018 р. на тлі мінімальної ліквідності та млявої інвестиційної активності викликає не стільки оптимізм, скільки побоювання чергового драматичного падіння. Хоча фактично через вкрай низький free-float акцій, що є складовими таких індексів, динаміка українських індексів акцій не надто репрезентативна та навряд чи може виконувати функцію індикатора для ринку та національної економіки.

на їхній допуск до торгів. Крім одиничних прикладів дійсно більш-менш ліквідних інструментів (насамперед державних облігацій), потреба в біржовій ціні може виникнути з досить специфічних причин: наявність цінних паперів у активах фінансових інститутів та необхідність їхньої регулярної переоцінки⁶⁶, податкові чинники⁶⁷, підготовка до продажу значного пакета цінних паперів, корпоративні події (додаткова емісія, викуп акцій у міноритаріїв тощо). У деяких випадках ці мотиви дійсно можна пов'язати з маніпулюванням цінами, у деяких – інвестори просто змушені проводити операції та формувати біржові ціни, оскільки самі собою ціни не виникнуть, а без цього у багатьох випадках неможливо виконати ті чи інші нормативні вимоги.

⁶⁶ Вимоги до оцінки активів фінансових інститутів в Україні встановлюються різними регуляторами фінансових ринків (НБУ для банків, НКЦПФР – для ІСІ та НПФ, Нацкомфінпослуг – для страховиків) за досить різними підходами, які з часом суттєво змінювалися. Наразі для НПФ та ІСІ встановлені вимоги щодо оцінки цінних паперів в активах на підставі біржового курсу (рішення НКЦПФР від 28.02.2012 р. № 333 та від 30.07.2013 р. № 1336), але за відсутності біржового курсу фінансові інститути використовують як справедливую вартість інші цінові індикатори. Банки відповідно до вимог НБУ тривалий час використовували для оцінки активів, насамперед, ціни кращих заявок на купівлю. Поступово регулювання оцінки цінних паперів в активах фінансових інститутів мігрувало в бік відповідності досить загальним вимогам міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності, які не містять національної термінології (на кшталт «біржового курсу»), але згадують, наприклад, ціну закриття (див. МСФЗ 13). З точки зору зазначених стандартів, справедлива ціна має визначатися на активному ринку, де операції відбуваються з достатньою частотою та у достатньому обсязі, щоб надавати інформацію про ціноутворення на безперервній основі. Як зазначалося в § 3 глави 1, вимогам щодо активного ринку відповідають лише одиничні інструменти в Україні, тож об'єктивність оцінки справедливої вартості українських цінних паперів в активах інвесторів викликає сумнів.

⁶⁷ У 2013–2014 рр. на фондових біржах фіксувалося на порядки більше біржових курсів, ніж сьогодні. Одна з причин – впровадження податку за операціями з відчуження цінних паперів і за операціями з деривативами (податок впроваджений Законом України від 06.12.2012 р. № 5519-VI (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5519-17>), скасований Законом України від 28.12.2014 р. № 71-VIII (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/71-19>). Відповідно до пунктів 215-1.1.1 Податкового кодексу України, за біржовими договорами, за якими був розрахований біржовий курс, встановлювалася нульова ставка податку, а за позабіржовими угодами – 0,1–1,5% від суми операції з продажу цінних паперів, тож зацікавленість у біржовому курсі була зрозуміла.

В останні роки кількість цінних паперів, щодо яких хоча б раз на рік розраховувався біржовий курс, різко скоротилася, хоча вимоги до його розрахунку (див. Вставку 2.8) складно назвати надмірними, зважаючи на те, що саме біржовий курс відповідно до законодавства про акціонерні товариства використовується в якості ринкової вартості емісійних цінних паперів. Тільки тотальна неліквідність ринку може давати підстави вважати жорсткими чинні нормативні вимоги, оскільки насправді сформувавши біржовий курс нескладно:

1. Кількість укладених протягом дня біржових договорів та поданих безадресних заявок. Наразі достатньо навіть 1 (одного!) договору та 2 заявок (1 на купівлю, 1 на продаж). Ще у 2010–2015 рр. вимагалася хоча б 3 біржових договори та/або 3 заявки, що важко назвати жорсткими вимогами, але й вони були лібералізовані рішенням НКЦПФР від 03.07.2015 р. № 933.

2. Кількість учасників торгів (покупців і продавців). Наразі достатньо 1 угоди, укладеної 1 членом біржі (в інтересах клієнтів). Про яку конкуренцію торгів може йти мова, коли лише 1 член біржі може сформувавши біржовий курс?

3. Обсяг укладених договорів. Наразі достатньо обсягу в 20 тис. грн для пайових інструментів (акцій, цінних паперів ІСІ) та 200 тис. грн для облігацій (державних, корпоративних, муніципальних). Проте і раніше вимоги були невисокими: спочатку взагалі відсутні, а у 2013–2015 рр. (протягом періоду чинності рішення НКЦПФР від 13.08.2013 р. № 1466) для всіх видів цінних паперів діяла універсальна вимога 1000 НМДГ. Якщо для акцій чинні вимоги до обсягу договорів хоча б умовно відповідають фактичній практиці торгів на фондових біржах⁶⁸, то для облігацій – явно є низькими⁶⁹.

⁶⁸ Середня вартість угоди з акціями у 2016 р. складала: на ФБ «Перспектива» – 26 тис. грн, на ПФТС – 30 тис. грн, УБ – 18 тис. грн, у середньому на 3 біржах – 19 тис. грн, що співставно з нормативною вимогою (статистика 2017 р. є не надто показовою через левову частку обсягу, сформованого приватизаційними аукціонами).

⁶⁹ Середня вартість угоди з держоблігаціями у 2017 р.: на УБ – 19 млн грн, на ПФТС – 17 млн грн, на ФБ «Перспектива» – 20 млн грн, у середньому на 3 біржах – 18 млн грн (у 90 раз вище за нормативну вимогу). Середня вартість

4. Привабливість, історична ліквідність, регулярність торгів різними видами та випусками цінних паперів. Ці фактори не враховуються – вимоги однакові і для тих цінних паперів, за якими існують заявки та укладаються угоди щодня (хоча такі приклади в Україні епізодичні), і для цінних паперів, за якими угоди укладаються раз у кілька місяців чи років!

Як не дивно, але навіть для лістингових цінних паперів вимоги щодо ліквідності практично відсутні. Розділом IV Положення про функціонування фондових бірж (з урахуванням змін, внесених рішенням НКЦПФР від 03.08.2018 р. № 546) тільки для цінних паперів ІСІ встановлено вимогу щодо наявності договору з маркет-мейкером, що передбачає хоч якусь підтримку ліквідності. Натомість для акцій і всіх видів облігацій відсутні жодні вимоги щодо регулярності торгів.

Ще більш прикро, що при визначенні біржової ціни для акцій не потрібно враховувати ані достатності акцій у вільному обігу (free-float), ані наявності контролюючого акціонера. Хоча останнє – це фундаментальна умова самої можливості визначення справедливої біржової вартості акцій. У контексті Директиви ЄС від 21.04.2004 р. № 2004/25/ЄС щодо пропозицій про поглинання можливість визначення біржової ціни за наявності контролюючого акціонера взагалі виключається! При цьому зауважимо, що порядок визначення біржового курсу – норма імперативна, по-іншому просто не можна! То що це? Імітація чи профанація?

Всі Директиви ЄС, що стосуються регульованих ринків (у тому числі Директива від 16.04.2014 р. 2014/57/ЄС щодо кримінальних санкцій зловживання ринком), розглядають виключно публічні компанії. (Нагадаємо, що саме відповідно до європейського законодавства (див. § 2 глави 2) новації щодо маніпулювання «прийшли» у вітчизняне законодавство!). З точки зору європейського законодавства, маніпулювати можна тільки цінними паперами публічної компанії. Нещодавно законодавець у межах імплементації євродиректив нарешті виокремив (Законом України від 16.11.2017 р.

угоди з облігаціями підприємств у 2017 р.: на УБ – 70 млн грн, на ПФТС – 15 млн грн, на ФБ «Перспектива» – 18 млн грн, в середньому на 3 біржах – 18 млн грн (в 90 раз вище за нормативну вимогу, хоча слід зважати на істотну частку значних за обсягом угод, сформованих під час первинного розміщення облігацій).

№ 2210-VIII) публічні компанії (здійснили публічну пропозицію та/або цінні папери включені до біржового реєстру як лістингові) та визначив усі інші як непублічні (навіть формально публічні (за назвою) акціонерні товариства, вважаються такими, що публічну пропозицію не здійснювали та підлягають регулюванню як ПрАТ). Проте НКЦПФР продовжує регулювати все та всіх.

За таких умов біржовий курс – це фікція, і «сформувати» біржовий курс дуже не складно. Регулятор у будь-якому випадку (!) може поставити такий курс під сумнів і порушити справу щодо маніпулювання. Виникає закономірне запитання: якщо справедливо біржову ціну встановити не можна, то як на неї можна штучно вплинути?

2.4.4. Терміни «ціна цінного папера, яка не відповідає дійсності», «поставка, придбання цінного папера, яка не відповідає дійсності»

«Ціна цінного папера, яка не відповідає дійсності», тобто штучна ціна, – це головне та принципове питання при визначенні факту маніпулювання. Економічна теорія каже, що усі дії, які визначаються як маніпулювання, так чи інакше спрямовані на штучну зміну біржової ціни, тобто є їхньою основною метою. Тож якісне термінологічне визначення таких цін та їх відмінності від «дійсних» цін є принциповою передумовою для встановлення факту маніпулювання.

Ці поняття не містяться в жодному законодавчому чи нормативному акті, тобто є унікальними та найбільш незрозумілими. НКЦПФР у своїх роз'ясненнях також лише констатує відсутність визначення цього поняття в законодавстві про цінні папери та акціонерні товариства та вказують на необхідність врегулювання даного питання на законодавчому рівні (див. Вставку 2.5). Таким чином, незрозуміло, як узагалі НКЦПФР відрізняє «ціни цінного папера, що відповідають дійсності» від «цін цінного папера, що не відповідають дійсності»? З огляду на сумнівність т. зв. «дійсних цін» (див. пункт 2.4.3 § 4 глави 2), це питання неможливо усвідомити взагалі.

2.4.5. Терміни «значне збільшення або зниження ціни папера», «суттєвий вплив на ціну цінного папера», «суттєве відхилення ціни цінного папера», «суттєве відхилення від поточної ціни»

Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та нормативно-правові акти НКЦПФР не містять чітких відповідей, яким чином кількісно вимірюється «значне збільшення або зменшення ціни цінного папера», «суттєве відхилення від ціни цінного папера/поточної ціни» та «суттєвий вплив на ціну цінного папера».

Так само і Методичні рекомендації не конкретизують ані критерії «значного» збільшення або зменшення ціни, ані ціновий індикатор (пропонується аналізувати зміни поточної ціни та всі заявки, включаючи їх ціни), ані критерії «суттєвого впливу на ціну цінного папера», ані кількісні виміри «суттєвого» відхилення від поточної ціни.

Зокрема, відсутнє врегулювання щодо того, який момент має братися до уваги: відхилення від поточної ціни на час подання заявок/укладення договору/час закриття торговельної сесії, коли фіксується остаточна поточна ціна (ціна закриття)?

Відповідно до пункту 37² статті 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», до повноважень НКЦПФР віднесено встановлення критеріїв **суттєвого відхилення ціни** від поточної ціни фінансового інструменту на фондовій біржі залежно від виду, ліквідності та/або ринкової вартості такого інструменту. З огляду на те, що Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» доповнювався пунктами 37¹ та 37² статті 7 і статтею 10¹ одним і тим самим законом⁷⁰ та тотожність терміна в пункті 37² статті 7 та пункті 8 статті 10¹, можна стверджувати, що таке встановлення критеріїв стосується саме маніпулювання.

⁷⁰ Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 21.04.2011 р. № 3267-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3267-17>.

Проте термінологія «відхилення» в редакціях Положення про функціонування фондових бірж, що діяли до 2016 р., взагалі відсутня. Вперше вона вноситься до Положення рішенням НКЦПФР від 19.07.2016 р. № 771, коли до фондових бірж було впроваджено вимоги встановлювати межі граничних відхилень ціни для кожного випуску цінного папера з біржового списку.

Натомість терміни «суттєвий»/«суттєве» дотепер відсутні в Положенні про функціонування фондових бірж.

У контексті контролю ціноутворення на фондовій біржі найбільшу увагу викликають вимоги Положення про функціонування фондових бірж щодо врегулювання дій бірж у ситуації цінової нестабільності (див. *Вставки 2.11-2.13*) та коливання цін за адресними заявками (див. *Вставку 2.14*) для різних видів цінних паперів.

Вставка 2.11. Ситуація цінової нестабільності для лістингових цінних паперів

13.1. Фондова біржа зобов'язана зупинити торги лістинговим цінним папером та/або цінним папером, який використовується для розрахунку біржового фондового індексу, у режимах торгів, які беруть участь у формуванні поточної ціни цінного папера, залежно від ступеня зміни поточної ціни. У разі зміни значення поточної ціни лістингового цінного папера та/або цінного папера, який використовується для розрахунку біржового фондового індексу, від останньої ціни закриття торговельного дня не менше ніж на 20% у бік збільшення або зменшення протягом 10 хвилин поспіль з моменту фіксації зазначеної зміни біржові торги цим цінним папером зупиняються на 1 годину, але не більше ніж до закінчення торговельного дня. У разі якщо після поновлення торгів відбувається зміна поточної ціни лістингового цінного папера та/або цінного папера, який використовується для розрахунку біржового фондового індексу, від останньої ціни закриття попереднього торговельного дня не менше ніж на 40% у бік збільшення або зменшення протягом 10 хвилин поспіль з мо-

менту фіксації зазначеної зміни, біржові торги цим цінним папером зупиняються до закінчення торговельного дня⁷¹.

Вставка 2.12. Ситуація цінової нестабільності для ОВДП

13.2. Фондова біржа зобов'язана зупинити торги державною облигацією України у режимах торгів, які беруть участь у формуванні поточної ціни цього цінного папера, залежно від ступеня зміни поточної ціни. У разі зміни значення поточної ціни державної облигації України від ціни закриття попереднього торговельного дня не менше ніж на 10% у бік збільшення або зменшення протягом 10 хвилин поспіль з моменту фіксації зазначеної зміни біржові торги цим цінним папером зупиняються на 1 годину, але не більше ніж до закінчення торговельного дня. У разі якщо після поновлення торгів відбувається зміна поточної ціни державної облигації України від останньої ціни закриття попереднього торговельного дня не менше ніж на 20% у бік збільшення або зменшення протягом 10 хвилин поспіль з моменту фіксації зазначеної зміни, біржові торги цим цінним папером зупиняються до закінчення торговельного дня⁷².

⁷¹ Пункт 13.1 розділу III Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж».

⁷² Пункт 13.2 розділу III Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж».

Вставка 2.13. Ситуація цінової нестабільності для позалістингових цінних паперів

13.3. Фондова біржа може зупинити торги позалістинговим цінним папером (крім державних облигацій України) у режимах торгів, що беруть участь у формуванні поточної ціни такого цінного папера, залежно від ступеня зміни поточної ціни.

Фондова біржа встановлює граничні значення зміни поточної ціни у бік збільшення або зменшення не більше ніж 50% від останньої ціни закриття торговельного дня позалістингового цінного папера (крім державних облигацій України) та час зупинення торгів таким цінним папером у разі перевищення встановлених граничних значень.

У разі зміни поточної ціни позалістингового цінного папера, розрахованої у певний торговельний день, у бік збільшення або зменшення на 75% або більше від ціни закриття хоча б одного з п'яти попередніх торговельних днів, біржові торги цим цінним папером зупиняються на 1 годину, але не більше ніж до закінчення торговельного дня.⁷³

Вставка 2.14. Контроль коливання цін за адресними заявками

13.8. Фондова біржа встановлює для цінних паперів, які перебувають у лістингу, та/або цінних паперів, які використовуються для розрахунку біржового фондового індексу (крім державних облигацій України), граничні значення зміни ціни, сформованої на підставі адресних заявок, у бік збільшення або зменшення не більше ніж на 20% від останньої ціни закриття торговельного дня цінного папера.

⁷³ Пункт 13.3 розділу III Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж».

У разі зміни значення ціни, сформованої на підставі адресних заявок, не менше ніж на 20% у бік збільшення або зменшення фондова біржа здійснює перевірку для з'ясування причин, що призвели до ситуації цінової нестабільності, та інформує Комісію про результати такої перевірки.

13.9. Фондова біржа встановлює для державних облігацій України граничні значення зміни ціни, сформованої на підставі адресних заявок, у бік збільшення або зменшення не більше ніж на 10% від останньої ціни закриття торговельного дня цінного папера.

У разі зміни значення ціни, сформованої на підставі адресних заявок, не менше ніж на 10% у бік збільшення або зменшення фондова біржа здійснює перевірку для з'ясування причин, що призвели до ситуації цінової нестабільності, та інформує Комісію про результати такої перевірки⁷⁴.

Зрозуміти, чи є аналогічним термін «суттєве відхилення» терміну «ситуація цінової нестабільності» неможливо. Водночас з опису самої ситуації та з контексту дій, які вимагаються від фондової біржі в такій ситуації (див. Вставку 2.15) (призупинити або припинити торги, а не відсторонити певного учасника від торгів та з'ясувати, чи не було це маніпулюванням), можна припустити, що мається на увазі випадок, коли внаслідок об'єктивних, а не штучних причин відбувається надмірне коливання біржових цін, яке «не входить у межі граничних відхилень ціни», тобто контекст цих термінів досить різний.

Те саме стосується і контролю коливання цін за адресними заявками, що передбачає досить схожі дії фондової біржі: перевірку для з'ясування причин, що призвели до ситуації цінової нестабільності, та інформування Комісії (див. Вставки 2.14-2.15).

⁷⁴ Пункти 13.8, 13.9 розділу III Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж».

Вставка 2.15. Дії фондової біржі при ситуації цінової нестабільності

13.5. Фондова біржа у разі зупинення торгівлі цінними паперами, зміна ціни яких перевищує граничні значення, передбачені підпунктами 13.1–13.3 цього пункту (див. Вставки 2.11–2.13), та здійснення відповідної перевірки може зупинити торгівлю іншими цінними паперами такого емітента та цінними паперами інших емітентів аналогічної та споріднених галузей за погодженням з Комісією.

13.7. Фондова біржа у разі здійснення заходів, передбачених підпунктами 13.1–13.3 та 13.5 цього пункту, здійснює перевірку причин цінової нестабільності, зокрема щодо наявності ознак маніпулювання, та інформує Комісію про результати перевірки причин цінової нестабільності⁷⁵.

2.4.6. Термін «намагання здійснити операцію»

Визначення маніпулювання у пункті 1 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» відрізняє таке намагання від подання заявок на купівлю або продаж цінних паперів. В пункті 3.1 Методичних рекомендацій наводиться досить дивний приклад ознаки намагання здійснити операції купівлі-продажу – факт розірвання договору.

Необхідно звернути увагу на значення слова «намагання». Великий тлумачний словник української мови містить таке визначення: намагатися – пробувати робити що-небудь, докладати зусиль до чого-небудь⁷⁶. Отже, не зрозуміло, як такі «спроби» можуть бути ознакою правопорушення або злочину. Так само й НКЦПФР констатує відсутність визначеності в цьому питанні (див.

⁷⁵ Пункти 13.5, 13.7 розділу III Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж».

⁷⁶ Великий тлумачний словник української мови. Київ – Ірпінь: Перун. 2003. 1427 с.

Вставку 2.5). Можна припустити (знов-таки, тільки припустити!), що автори Закону (законопроекту), яким було впроваджено визначення маніпулювання, запозичили цей термін з Регламенту ЄС № 596/2014 про зловживання на ринку. Втім в Регламенті MAR «спроба маніпулювання» трактується зовсім по-іншому (див. § 3 глави 3).

2.4.7. Термін «операція»

І знов не зрозуміло: які саме дії учасників біржових торгів кваліфікуються як «операції» відповідно до статті 10¹ Закону? Чи йдеться про укладення біржового контракту, чи про його виконання, в тому числі дії, пов'язані з підготовкою до його укладення та забезпеченням його виконання (резервування активів для здійснення грошових розрахунків та розрахунків у цінних паперах), чи про зміни в активах учасників біржових торгів та/або їх клієнтів у ході резервування активів, укладання та виконання біржових контрактів, чи про все це одразу? Зокрема, з контексту визначення маніпулювання у статті 10¹ Закону можна лише дійти висновку, що операція – це щось відмінне від надання заявки на купівлю або продаж цінних паперів, хоча незрозуміло, як без подання заявки можна укласти біржовий контракт?

Національне законодавство та нормативно-правові акти регуляторів фінансових ринків застосовують багато подібних термінів і визначень щодо операцій:

- фінансова операція (правова база щодо фінансового моніторингу);
- депозитарна операція (Положення про провадження депозитарної діяльності, НКЦПФР);
- операція РЕПО (Податковий кодекс, Положення про функціонування фондових бірж, НКЦПФР, Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи, НБУ);
- маржинальна операція (Порядок та умови провадження торговцем цінними паперами брокерської діяльності за догово-

рами на брокерське обслуговування з подальшим врегулювання зобов'язань клієнта, НКЦПФР);

– строкові операції, операції позики (Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, НКЦПФР);

– господарські операції (Положення про документальне забезпечення записів у бухгалтерському обліку, Міністерство фінансів України);

– операції з цінними паперами (Методика визначення інвестиційного прибутку професійним торговцем цінними паперами при виконанні функцій податкового агента, Міністерство фінансів України, ДКЦПФР);

– операція щодо цінних паперів (Положення про провадження депозитарної діяльності, НКЦПФР) тощо.

Тож яке саме визначення операцій і на підставі якого нормативно-правового акту має застосовуватися в цьому випадку?

Не знає відповіді на це запитання й НКЦПФР (див. Вставку 2.5).

2.4.8. Термін, що позначає часовий орієнтир «перед закриттям торгової сесії»

По-перше, не зрозуміло, який саме часовий проміжок часу мається на увазі – хвилина, година, 2 години тощо, а по-друге, такий термін дисонує із визначенням Положення про функціонування фондових бірж, яке наразі визначає ціною закриття останнє розрахування протягом дня значення ціни, а отже, саме момент останнього визначення поточної ціни й може розглядатися як закриття торгової сесії. Цього не знає й НКЦПФР (див. Вставку 2.5).

§ 5. Декомпозиція сценаріїв маніпулювання

Стаття 222¹ ККУ надає визначення злочину, як «умисні дії, що мають **ознаки маніпулювання...**, що призвели до отримання... особами прибутку в значних розмірах, або уникнення такими особами збитку у значних розмірах, або якщо це заподіяло значну **шкоду** ... правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб». Так само пункт 37¹ статті 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» говорить про встановлення наявності **ознак** маніпулювання на фондовому ринку.

Варто наголосити, що стаття 10¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» не містить чіткого визначення «ознак маніпулювання», а надає визначення маніпулювання у вигляді 8 варіантів дій (переліків дій), параметрів таких дій та обставин, що такі дії супроводжують (найбільш вдалим терміном для позначення сукупності таких дій параметрів та обставин вбачається сценарій маніпулювання, який далі використовуватиметься), а також дій і мети таких дій, що не є маніпулюванням цінами на фондовому ринку.

Але сценарій не є ознакою. Згідно з Великим тлумачним словником сучасної української мови⁷⁷ «ознака – це риса, властивість, особливість когось, чого-небудь, те що вказує на що-небудь, свідчить про щось; показник, свідчення».

Можна припустити (але лише припустити), що саме ці дії містять ті самі «ознаки маніпулювання». Зазначена обставина потребує докладнішого аналізу як власне сценаріїв маніпулювання, так і ознак маніпулювання.

2.5.1. Сценарій маніпулювання 1: пункт 1 статті 10¹

Здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, які надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності та вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб і призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок⁷⁸.

Отже, визначальними ознаками таких дій є те, що вони:

- надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності;
- призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок;
- вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб.

У контексті створення уявлення щодо поставки варто зважати, що розрахунки за біржовими контрактами проводяться переважно за принципом «поставка цінних паперів проти оплати», щільно контролюються професійними учасниками депозитарної системи України, фондовою біржею та НКЦПФР, випадки невиконання розрахунків оприлюднюються фондовою біржею, є предметом звітності до НКЦПФР та підставою для накладення санкцій на учасників біржових торгів (детальніше див. *пункт 2.5.7 § 5 глави 2*). У таких умовах не може йтися про створення уявлення щодо поставки, оскільки нормативно-правовими актами НКЦПФР створено механізм контролю забезпечення розрахунків (поставки цінних паперів та їх оплати) на виконання зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними на фондових біржах.

У *Методичних рекомендаціях* наводяться вже нові визначення, наприклад, «дійсна вартість» – можливо, аби відрізнити

⁷⁷ Великий тлумачний словник української мови. Київ – Ірпінь: Перун. 2003. 1427 с.

⁷⁸ Пункт 1 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р. № 475/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.

її від «ціни цінного папера, яка не відповідає дійсності». Проте алгоритм визначення «дійсної вартості» також відсутній – наводиться лише посилання, яку інформацію доцільно проаналізувати, але методика аналізу та порядок її опрацювання відсутні.

2.5.2. Сценарій маніпулювання 2: пункт 2 статті 10¹

Здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів шляхом вчинення умисних протиправних дій, утому числі шахрайства чи використання інсайдерської інформації⁷⁹.

Визначальними ознаками таких дій є шахрайство, використання інсайдерської інформації та інші умисні протиправні дії.

Пункт 2 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» не розглядає шахрайство чи використання інсайдерської інформації як винятковий перелік умисних протиправних дій, але Методичні рекомендації не містять визначення інших варіантів таких дій. Цікаво, що НКЦПФР на питання: які ще, крім шахрайства та використання інсайдерської операції, протиправні дії мають на увазі? – не знайшла відповіді (див. Вставку 2.5).

Цей критерій не вписується у закони логіки, оскільки маніпулювання повинно розглядатися як спеціальний різновид шахрайства, що здійснюється (принаймні в Україні) виключно на фондовій біржі. Неможливо розкрити поняття меншого обсягу (маніпулювання) через поняття більшого обсягу (шахрайство). Так саме маніпулювання за визначенням уже є умисною протиправною дією. Отже, визначити маніпулювання через інші протиправні дії є щонайменше некоректним.

Згідно зі статтею 190 ККУ, під шахрайством розуміється заволодіння чужим майном або придбання права на майно шляхом обману чи зловживання довірою. Відповідно до Науково-практич-

⁷⁹ Пункт 2 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

ного коментаря до статті 190 ККУ, об'єктивна сторона шахрайства полягає у заволодінні майном або придбанні права на майно шляхом обману чи зловживання довірою. Внаслідок шахрайських дій потерпілий – власник, володілець, особа, у віданні або під охороною якої знаходиться майно, добровільно передає майно або право на майно винній особі. Натомість при здійсненні операцій з купівлі-продажу цінних паперів на фондовій біржі має місце не передача майна, а обмін майна (обмін активів – коштів на цінні папери та навпаки): жодний власник не втрачає майно, а отримує нове майно – кошти або цінні папери (в українських реаліях – частіше за все державні цінні папери), тому обмін здійснюється на досить схожі за надійністю та ступенем ліквідності активи.

Крім того, визначення окремого виду маніпулювання як шахрайства є нелогічним, оскільки будь-яке маніпулювання на фондовому ринку є окремим видом шахрайства.

2.5.3. Сценарій маніпулювання 3: пункт 3 статті 10¹

Поширення інформації через засоби масової інформації, утому числі електронні засоби масової інформації, або будь-якими іншими способами, яке призводить або може призвести до введення в оману учасників ринку щодо ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансових інструментів на фондовій біржі, що не відповідають дійсності, зокрема поширення недостовірної інформації, уразі коли особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була недостовірною⁸⁰.

Визначальними ознаками таких дій є:

- поширення інформації, що не відповідає дійсності;
- особа знала або повинна була знати, що інформація була недостовірною.

Слід зазначити, що ціни, попит, пропозиція та обсяги торгів цінних паперів на фондовій біржі регулярно розкриваються фон-

⁸⁰ Пункт 3 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

довими біржами відповідно до вимог НКЦПФР та є цілком доступними. Зокрема, відповідно до розділу VIII Положення про функціонування фондових бірж, фондова біржа має оприлюднювати:

- обсяг торгівлі цінними паперами (кількість цінних паперів, загальну вартість біржових контрактів);
- інформацію щодо відсутності розрахунків та/або проведення розрахунків з порушенням встановленого біржовим контрактом строку їх виконання та/або розірвання раніше укладених на біржі біржових контрактів учасниками біржових торгів;
- біржовий курс;
- ціну відкриття, ціну закриття;
- ціни та обсяги кращої (найменшої) заявки на продаж та кращої (найбільшої) заявки на купівлю тощо.

Крім фондових бірж, для яких оприлюднення інформації є обов'язком відповідно до вимог чинного законодавства, певну інформацію також оприлюднює НКЦПФР (в узагальненому вигляді в формі річних звітів та оперативної щомісячної інформації, насамперед, щодо сукупних обсягів торгів окремими видами цінних паперів), СРО (щодо біржових курсів, акумульованих на підставі інформації різних фондових бірж), профільні ЗМІ тощо.

У таких умовах поширення недостовірної інформації учасниками біржових торгів не вбачається раціональним, і про такі факти невідомо.

2.5.4. Сценарій маніпулювання 4: пункт 4 статті 10¹

Купівля або продаж фінансових інструментів перед закриттям торговельної сесії фондової біржі з метою введення в оману учасників ринку щодо цін, які склалися наприкінці торговельної сесії⁸¹.

У законодавстві та нормативно-правових актах НКЦПФР відсутнє чітке врегулювання щодо такого:

⁸¹ Пункт 4 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

– який саме проміжок часу мається на увазі під словосполученням «перед закриттям торговельної сесії фондової біржі» (остання секунда, хвилина, година тощо, див. також пункт 2.5.8 § 5 глави 2);

– які саме «ціни, що склалися», маються на увазі в цьому випадку (біржовий курс, поточна ціна, ціна закриття, ціна кращої заявки на купівлю, ціна кращої заявки на продаж, ціни угод за адресними чи безадресними заявками; ціни угод, що укладаються в режимах торгів, які беруть участь у формуванні поточної ціни цінного папера);

– який має бути ступінь зміни ціни наприкінці торговельної сесії, щоб кваліфікувати дії учасників торгів як маніпулювання;

– чи мають аналізуватися всі заявки та договори або тільки ті, що впливають на біржовий курс та/або поточну ціну (ціну закриття).

Умовно (на підставі пропозицій учасників біржових торгів) проміжком часу може бути прийнято останню годину торгів, а в якості ціни, яка склалася, – останнє значення поточної ціни (ціна закриття). Вбачається, що в цьому випадку підтвердженням маніпулювання може бути суттєве відхилення цін угод, що були укладені в останню хвилину торгів, порівняно з цінами угод, що були укладені раніше протягом торговельного дня, що мало б призвести до суттєвої зміни поточної ціни. У цьому контексті доцільно враховувати договори, укладені за безадресними заявками, оскільки договори, укладені за адресними заявками, не враховуються при розрахунку біржового курсу та поточної ціни (ціни закриття). Як критерій суттєвої зміни ціни, за відсутності інших, доцільно застосовувати критерії цінової нестабільності.

Проте це лише намагання знайти логіку в ситуації, коли законодавство та документи регулятора не містять достатньої правової визначеності.

2.5.5. Сценарій маніпулювання 5: пункт 5 статті 10¹

Неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів увласних інтересах чи за рахунок одного і того ж клі-

ента, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець та покупець одного і того ж фінансового інструменту за однаковою ціною в однаковій кількості або які не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів), а також надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансовим інструментом, під час яких покупець та продавець діють в інтересах клієнта⁸².

Визначальними ознаками таких дій є:

- неодноразове укладення угод, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець та покупець одного і того ж фінансового інструменту, за однаковою ціною в однаковій кількості;
- неодноразове укладення угод, які не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів);
- надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансовим інструментом.

Слід зазначити, що вже тривалий час неможливою є ситуація надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим цінним папером, оскільки до Положення про функціонування фондових бірж (пункт 2 розділу VI) та правил фондових бірж внесені обмеження щодо укладення біржових договорів в інтересах клієнтів: *«Біржовий контракт (договір) не може укладатися за заявками, які подають різні учасники біржових торгів в інтересах одного й того самого клієнта»*.

2.5.6. Сценарій маніпулювання 6: пункт 6 статті 10¹

Неодноразове протягом торговельного дня здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або

⁸² Пункт 5 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

продаж фінансових інструментів, що не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети, якщо за результатами таких торгів власник таких фінансових інструментів не змінюється⁸³.

Визначальними ознаками таких дій є:

- неодноразове здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки..., що не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети;
- власник фінансових інструментів не змінюється.

Цей сценарій дає досить зрозумілу обставину маніпулювання – «власник не змінився», але в іншому цілком ґрунтується на таких незрозумілих поняттях, як «очевидний економічний сенс» або «очевидна законна мета» (див. пункти 2.5.1, 2.5.2 § 5 глави 2).

2.5.7. Сценарій маніпулювання 7: пункт 7 статті 10¹

Неодноразове невиконання учасником біржових торгів зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними протягом торговельного дня у власних інтересах або за рахунок клієнтів, якщо укладення зазначених контрактів спричинило значне збільшення або зниження ціни фінансового інструменту, за умови, що такі контракти мали суттєвий вплив на ціну такого інструменту⁸⁴.

Визначальними ознаками таких дій є:

- неодноразове невиконання зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними протягом торговельного дня;
- укладення контрактів спричинило значне збільшення або зниження ціни фінансового інструменту;
- контракти мали суттєвий вплив на ціну фінансового інструменту.

⁸³ Пункт 6 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

⁸⁴ Пункт 7 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Слід підкреслити, що виконання зобов'язань за біржовими контрактами щільно контролюється професійними учасниками депозитарної системи України, фондовою біржею, НКЦПФР (контроль виконання біржових договорів у межах адміністративних даних).

Згідно з пунктом 1 розділу VI Положення про функціонування фондових бірж, інформацію про завершення розрахунків за біржовими контрактами (договорами) фондова біржа отримує від особи, що провадить клірингову діяльність відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», та/або Центрального депозитарію цінних паперів, та/або Національного банку України, та/або від учасників біржових торгів про завершення грошових розрахунків за біржовими контрактами (договорами), розрахунки за якими проводяться без дотримання принципу «поставка цінних паперів проти оплати» у випадках, передбачених законодавством.

Оскільки фондова біржа має всю інформацію про стан виконання біржових договорів (стан розрахунків), то в межах надання до НКЦПФР адміністративних даних фондова біржа має звітувати про дату виконання (здійснення розрахунків) кожного укладеного на фондовій біржі договору купівлі-продажу цінних паперів та про всі зміни, внесені до таких договорів.

Крім того, згідно з пунктом 1 розділу VIII Положення про функціонування фондових бірж, підлягає оприлюдненню інформація щодо відсутності розрахунків та/або проведення розрахунків з порушенням встановленого біржовим контрактом строку їх виконання та/або розірвання раніше укладених біржових контрактів.

Також слід зазначити, що відповідно до пункту 3 розділу II Положення про функціонування фондових бірж, правила фондової біржі мають містити порядок накладення санкцій за порушення правил фондової біржі, у тому числі за анулювання (невиконання) біржового контракту за цінним папером або іншим фінансовим інструментом.

2.5.8. Сценарій маніпулювання 8: пункт 8 статті 10¹

Укладення на фондовій біржі угод з фінансовим інструментом за ціною, що має суттєве відхилення від ціни відповідного фінансового інструменту, яка склалася на фондовій біржі тієї ж торговельної сесії (поточна ціна) шляхом подання безадресних заявок, за умови, що угоди укладені від імені та/або за рахунок осіб, між якими (працівниками яких) існувала попередня домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни⁸⁵.

Визначальними ознаками таких дій є:

– укладення на фондовій біржі угод з фінансовим інструментом за ціною, що має суттєве відхилення від... поточної ціни шляхом подання безадресних заявок;

– угоди укладені від імені та/або за рахунок осіб, між якими (працівниками яких) існувала попередня домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни.

Водночас у Методичних рекомендаціях наводиться досить сумнівне твердження про ознаки попередньої домовленості: «на домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни, вказує одночасне подання торговцями цінними паперами заявок на фондову біржу щодо купівлі або продажу фінансового інструменту». По-перше, неочевидні критерії «одночасності» виставлення заявок (протягом секунди, хвилини, години), по-друге, чи не логічніше дійти висновку, що учасники торгів просто швидко реагують на виставлені на біржі заявки та, за умови зацікавленості, оперативного виставляють зустрічні заявки з метою укладення договору?

⁸⁵ Пункт 8 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

2.5.9. Можливі ознаки маніпулювання

Докладний аналіз статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» дозволив виділити 17 окремих ознак у сценаріях дій, якими описується маніпулювання.

Перелічимо їх окремо:

надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності (сценарій маніпулювання 1);

призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок (сценарій маніпулювання 1);

вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб (сценарій маніпулювання 1);

шахрайство чи використання інсайдерської інформації (сценарій маніпулювання 2);

поширення інформації, що не відповідає дійсності (сценарій маніпулювання 3);

особа знала або повинна була знати, що інформація була недостовірною (сценарій маніпулювання 3);

купівля або продаж фінансових інструментів перед закриттям торговельної сесії фондової біржі з метою введення в оману учасників ринку щодо цін, які склалися наприкінці торговельної сесії (сценарій маніпулювання 4);

неодноразове укладення угод, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець та покупець одного і того ж фінансового інструменту, за однаковою ціною в однаковій кількості (сценарій маніпулювання 5);

неодноразове укладення угод, які не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів) (сценарій маніпулювання 5);

надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансовим інструментом (сценарій маніпулювання 5);

неодноразове здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки..., що не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети (сценарій маніпулювання 6);

власник фінансових інструментів не змінюється (сценарій маніпулювання 6);

неодноразове невиконання зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними протягом торговельного дня (сценарій маніпулювання 7);

укладення контрактів спричинило значне збільшення або зниження ціни фінансового інструменту (сценарій маніпулювання 7);

контракти мали суттєвий вплив на ціну фінансового інструменту (сценарій маніпулювання 7);

укладення на фондовій біржі угод з фінансовим інструментом за ціною, що має суттєве відхилення від... поточної ціни шляхом подання безадресних заявок (сценарій маніпулювання 8);

угоди, укладені від імені та/або за рахунок осіб, між якими (працівниками яких) існувала попередня домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни (сценарій маніпулювання 8).

Неважко помітити, що визначальні ознаки за кожними сценарієм маніпулювання практично не повторюються та є суто специфічними та унікальними. Навіть в описі сценаріїв 5 та 6, де однаково вказується на «відсутність очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети», самі дії відрізняються: у сценарії 5 йдеться про «укладення угод», а у сценарії 6 – про «здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки» (і це не кажучи про інші відмінності).

Тлумачення таких ознак наражається на термінологічну невідповідність або їхню фактичну неможливість.

§ 6. Маніпулювання на фондовому ринку. Науково-практичний коментар

2.6.1. Стаття 222¹. Маніпулювання на фондовому ринку (ККУ). Методика розслідування злочину

1. Умисні дії службової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів, що призвели до отримання професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах, або уникнення такими особами збитків у значних розмірах, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб, – караються штрафом від трьох тисяч до п'яти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

2. Ті самі дії, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб, або якщо вони спричинили тяжкі наслідки, – караються штрафом від п'яти тисяч до десяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

Примітка. 1. Значним розміром у цій статті вважається розмір, який у п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

2. Значною шкодою у цій статті вважається шкода, яка у п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

3. Тяжкими наслідками у цій статті вважається шкода, яка у тисячу і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

З урахуванням складності проявів механізмів ринкових відносин, які утворюються на регульованому фондовому ринку, слід

звернути увагу на необхідність досконалого розуміння об'єкта, який підлягає кримінально-правовій охороні.

Специфіка цього об'єкта обумовлюється дією багатьох факторів впливу, притаманних діяльності фондової біржі як окремого інституту ринкової економіки. Визначення конкретного обсягу та змісту ринкових відносин як об'єкта, на який спрямоване посягання, та який підлягає кримінально-правовій охороні, є обов'язковим з метою правильної кваліфікації дій. Умови нормальної діяльності регульованого фондового ринку в Україні, а також чинники відхилення від ринкових практик та інші фактори, з урахуванням яких є можливим коректне визначення об'єкта кримінального правопорушення, встановленого статтею 222¹ ККУ, докладно розглянуті у главі 1. Складність механізмів маніпулювання, про які йтиметься далі, та, відповідно, необхідність установаження багатьох вимірюваних чинників та кореляцій в діях підозрюваних осіб, обумовлює необхідність обов'язкового застосування спеціальних методів дослідження та розслідування із застосуванням складних математичних методів та автоматизації процесів обробки інформації того негативного впливу, що в позаринковий спосіб спрямований на об'єкт посягання.

Враховуючи диспозицію, коментована стаття 222¹ ККУ має безпосередній і додатковий об'єкти.

З огляду на ознаки безпосереднього об'єкта, злочин, передбачений статтею 222¹ ККУ, посягає на суспільні відносини, які забезпечують нормальні умови функціонування фондових бірж на засадах конкурентного ціноутворення щодо справедливих і рівних для всіх учасників біржових торгів правил поведінки, за принципом прозорості ринку фінансових інструментів; з приводу забезпечення інформування учасників біржових торгів та їх клієнтів щодо емітентів, їхніх цінних паперів, а також інших фінансових інструментів; з приводу забезпечення захисту учасників біржових торгів та інвесторів від зловживань. Ці відносини регламентовані Законами України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р., «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. та іншими нормативно-правовими актами.

Внаслідок маніпулювання на фондовій біржі не формуються справедливі ціни, що є важливими ринковими показниками, які

забезпечують конкуренцію. Водночас, якщо на фондовому ринку, а відповідно й на біржі, справедливі ціни сформувати неможливо (за відсутності якісних емітентів, низької ліквідності недостатнього free-float тощо), то безпосередній об'єкт злочину буде відсутній (див. докладно § 3 глави 1).

З урахуванням специфіки інституту маніпулювання на фондовому ринку, яке є специфічним проявом шахрайства на фондовій біржі, додатковим об'єктом цього злочину слугують відносини власності. Дійсно, через маніпулювання виникають суспільно шкідливі умови обігу цінних паперів та інших фінансових інструментів не на конкурентних, справедливих засадах та не за правилами фондової біржі. Також від злочинного маніпулювання на фондовому ринку безпосередня шкода завдається продавцям, покупцям цінних паперів чи інвесторам.

Торгівля фінансовими інструментами на біржі здійснюється за встановленими правилами, що включають механізми визначення та стимулювання попиту та пропозиції, упереджують від неринкового та оманливого втручання у відносини, пов'язані з обігом фінансових інструментів, від несправедливого чи невігідного переходу прав власності на цінні папери, забезпечують справедливі ринкові механізми формування цін в результаті торгів. Будь-яке оманливе на основі маніпулювання втручання в роботу цих механізмів одночасно посягає на відносини власності, через які власне реалізуються права учасників фондового ринку, які здійснюють свою діяльність безпосереднього або опосередковано на фондовій біржі. Тому кваліфікація дій суб'єктів маніпулювання на фондовому ринку необхідною мірою, коли йдеться, наприклад, про заподіяння шкоди чи введення в оману через шахрайські дії на фондовій біржі, що охоплюються складом злочину, передбаченого статтею 222¹ ККУ, повинна здійснюватися з урахуванням посягання на відносини власності як необхідного додаткового об'єкта злочину.

Об'єктивну сторону злочину утворюють: 1) дії службової особи учасника фондового ринку, що мають «ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів»; 2) наслідки: а) отримання

професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах або б) уникнення такими особами збитків у значних розмірах, або в) заподіяння значної шкоди охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб; 3) причинний зв'язок між діями та наслідками.

Тут і далі з точки зору практичного застосування статті 222¹ ККУ слід звернути увагу на техніку її викладення в частині визначення, власне диспозиції самого протиправного діяння – того, що є маніпулюванням на фондовій біржі. Законодавець, забороняючи певний вид протиправної поведінки у формі маніпулювання на фондовій біржі, зазначає лише про його «ознаки», не розкриває повне поняття того, що власне є маніпулюванням, одночасно скеровуючи увагу до іншого, підкреслимо – не індивідуально визначеного, правового акту, а, скоріше, закону в більш широкому його розумінні як загального терміну «законодавство». Водночас звернення до іншого законодавства є необхідним з точки зору відповідної кваліфікації дій, які вважаються маніпулюванням на фондовому ринку. З урахуванням того, що сам «закон щодо державного регулювання ринку цінних паперів», яким за логікою законодавця слід вважати Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», має свій, особливий, порядок встановлення ознак маніпулювання, віднесений до компетенції НКЦПФР (пункт 37-1 статті 7), яка не поширюється на кримінально-правові відносини, це обумовлює певний ступінь припущення при визначенні того, що мав на меті законодавець, приймаючи норму вже кримінального закону, яка також вказує на необхідність виявлення ознак маніпулювання вже як злочину, не розкриваючи у сукупності увесь арсенал дій зі злочинного посягання на охоронюваний об'єкт. Певною мірою це залишається не розв'язуваним завданням (див. також § 4 глави 2).

Тим не менш для з'ясування ознак об'єктивної сторони злочину, передбаченого статтею 222¹ ККУ, виходячи з комплексного аналізу змісту її диспозиції, встановленої з урахуванням приписів статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку

цінних паперів в Україні», виділимо та проаналізуємо види дій, у яких законодавець пропонує вбачати ознаки маніпулювання на фондовій біржі, важливі з точки зору об'єктивної сторони складу злочину (додатково див. § 3-5 глави 2).

Так, відповідно до статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», маніпулювання цінами на фондовому ринку визнаються 8 видів юридично значущої (в негативному сенсі) поведінки (сценаріїв маніпулювання) (додатково див. § 5 глави 2). З урахуванням цього, з об'єктивної сторони маніпулювання на фондовому ринку характеризується такими ознаками.

1) Здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, які надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності, та вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб і призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок.

Визначальні ознаки цих дій полягають у такому: а) вони надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності; б) вони призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок, в) вони вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб.

У контексті створення уявлення щодо поставки варто зважати, що розрахунки за біржовими контрактами проводяться переважно за принципом «поставка цінних паперів проти оплати», щільно контролюються професійними учасниками депозитарної та розрахункової систем України, фондовими біржами та НКЦПФР, випадки невиконання розрахунків оприлюднюються фондовою біржею, є предметом звітності до НКЦПФР та підставою для накладення санкцій на учасників біржових торгів. За таких умов не може йтися про створення уявлення щодо поставки, оскільки нормативно-правовими актами НКЦПФР створено механізм контролю забезпечення розрахунків (поставки цінних паперів та

їх оплати) на виконання зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними на фондових біржах.

З урахуванням такого жорсткого регулювання чинити маніпулювання є надскладним завданням, яке з метою «обійти» моніторинг повинно бути розтягнутим у часі, так би мовити на декілька подій, оскільки скласти уяву за таких умов дуже складно, практично неможливо. Необхідним є проведення справжніх поставок, розрахунків тощо. Тому в цьому аспекті є необхідним доведення причинно-наслідкового зв'язку між, із одного боку, діями, які надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності, та, з іншого боку, наступним отриманням зиску з таких дій у вигляді незаконного прибутку або уникнення збитків. Наприклад, якщо напередодні було здійснено операції з купівлі-продажу фінансових інструментів, в результаті чого було створено уявлення щодо певної (в даному випадку неринкової) заниженої/завищеної ціни фінансового інструменту, а пізніше вигодонабувачем було здійснено купівлю/продаж такого інструменту та отримано незаконний прибуток, необхідно доводити причинно-наслідковий зв'язок між цими діями. В цьому випадку слід доводити удаваність усіх угод, укладених з метою створити певну уяву.

У коментованому випадку й надалі слід виходити з того, що при визначенні ступеня незаконного кримінально караного штучного впливу на цінові показники потрібно розглядати фактори впливу, з дією яких пов'язане визначення цін на ринку. Як уже зазначалось у пункті 2.4.3 § 4 глави 2, термін «ціна/ціни» є загальнозживаним та зустрічається у багатьох законодавчих і нормативних актах. Проте у практиці біржової діяльності та відповідно до вимог нормативних актів НКЦПФР за наслідками котирування на фондовій біржі визначаються та оприлюднюються різні цінові орієнтири, які мають безпосереднє відношення до ціни фінансового інструменту: поточна ціна, ціна відкриття, ціна закриття, ціна кращої (найменшої) заявки на продаж та кращої (найбільшої) заявки на купівлю та, нарешті, біржовий курс, ціни, що склалися на підставі різних видів заявок (адресних, безадресних, анонімних), ціна облігації та «чиста» ціна облігації тощо (див. Вставки 2.6-2.10

у пункті 2.4.3 § 4 глави 2). Крім того, нещодавно впроваджені вимоги щодо обов'язкового оприлюднення фондовими біржами показників доходності облігацій.

Біржові ціни загалом слід розглядати виключно в контексті сучасного стану розвитку фондового ринку України (див. § 3 глави 1). З урахуванням цієї динаміки та актуального стану ринку об'єктивно постає питання достовірності цінкових орієнтирів щодо так званих дійсних цін.

При здійсненні кваліфікації слід виходити з того, що фактично біржовий курс, встановлюваний лише з урахуванням формальних умов, які зазвичай не відображають ринкові умови обігу фінансових інструментів на фондовій біржі, є фікцією. Натомість, слід враховувати, що й навпаки визначення багатьох цінкових показників як «ринкових» також може бути фікцією, обумовленою впливом фактора непублічних компаній, що не відтворюють справедливої вартості фінансових інструментів у біржовому обігу. За відсутності визначення справедливої ціни неможливим є визначення ступеня штучного впливу на неї.

У коментованому випадку й надалі при визначенні того, що є «операцією» з маніпулювання, необхідно враховувати таке. З контексту визначення маніпулювання у статті 10¹ Закону можна лише дійти висновку, що під «операцією» розуміється щось відмінне від надання заявки на купівлю або продаж цінних паперів, водночас деякою мірою залишається незрозумілим, в який спосіб без подання заявки є можливим укладення біржового контракту.

Крім того, національне законодавство та нормативно-правові акти регуляторів фінансових ринків містять багато схожих термінів і визначень щодо поняття «операція» (див. пункт 2.4.7 § 4 глави 2).

У цілому при кваліфікації дій за статтею 222¹ ККУ у зазначеному випадку й далі, з огляду на застосований складний та оціночний термінологічний апарат, потребуватимуть відповіді та відповідного закріплення на доказовому рівні поняття: «ціна», «ціна цінного папера, яка не відповідає дійсності», та інші («очевидний економічний сенс», «очевидна законна мета», «поставка, придбання цінного папера, яка не відповідає дійсності», «інші ціни, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок», «намагання здійснити операції», «операція», «встановлення

ціни», «ціна»/«ціни», «перед закриттям торговельної сесії», «значне збільшення або зниження ціни цінного папера», «суттєвий вплив на ціну цінного папера», «суттєве відхилення ціни цінного папера», «суттєве відхилення від поточної ціни» (більш докладно див. § 4 глави 2).

Доведеність цих факторів, які перебувають у прямій кореляції з наявністю ознак складу злочину в діях особи, є обов'язковою та повинна бути забезпечена доказовою базою.

2) Здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів шляхом вчинення умисних протиправних дій, у тому числі шахрайства чи використання інсайдерської інформації.

Відповідно до пункту 2 статті 10¹ Закону перелік протиправних дій не є вичерпним, крім *шахрайства* чи *використання інсайдерської інформації* допускається, що шляхом вчинення будь-якої дії, протиправність якої буде встановлена, може відбутися посягання на нормальну діяльність фондової біржі. Це припущення вочевидь не сприяє дотриманню принципу правової визначеності при застосуванні статті 222¹ ККУ, оскільки суттєво виходить за його межі.

Слід зауважити також, що цей критерій не узгоджується з законами логіки щодо обсягу поняття шахрайства, оскільки маніпулювання розглядається як спеціальний різновид шахрайства, що здійснюється виключно на фондовій біржі, відповідно, будь-яке маніпулювання на фондовому ринку варто розглядати як прояв шахрайства, передбачений статтею 222¹ ККУ.

У будь-якому випадку необхідним при кваліфікації діяння за статтею 222¹ ККУ є доведення причинно-наслідкового зв'язку між умисними (вичерпно не визначеними) протиправними діями та негативними наслідками у вигляді отримання професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах, або уникнення такими особами збитків у значних розмірах, або заподіяння значної шкоди охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб.

3) Поширення інформації через засоби масової інформації, у тому числі електронні засоби масової інформації, або будь-якими іншими способами, яке призводить або може призвести до введення в оману учасників ринку щодо ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансових інструментів на фондовій біржі, що не відповідають дійсності, зокрема поширення недостовірної інформації, у разі, коли особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була недостовірною.

Отже, визначальними ознаками таких дій є: а) поширення інформації, що не відповідає дійсності; б) обізнаність особи чи її обов'язок бути обізнаною про недостовірність інформації.

Слід зазначити, що ціни, попит, пропозиція та обсяги торгів цінних паперів на фондовій біржі регулярно розкриваються фондовими біржами відповідно до вимог НКЦПФР та є цілком доступними. Зокрема, відповідно до розділу VIII Положення про функціонування фондових бірж, фондова біржа повинна оприлюднювати: обсяг торгівлі цінними паперами (кількість цінних паперів, загальну вартість біржових контрактів); інформацію щодо відсутності розрахунків та/або проведення розрахунків з порушенням встановленого біржовим контрактом строку їх виконання та/або розірвання раніше укладених на біржі біржових контрактів учасниками біржових торгів; біржовий курс; ціну відкриття, ціну закриття; ціни та обсяги кращої (найменшої) заявки на продаж та кращої (найбільшої) заявки на купівлю тощо.

Крім фондових бірж, для яких оприлюднення інформації є обов'язком, відповідно до вимог чинного законодавства, певну інформацію також оприлюднює НКЦПФР (в узагальненому вигляді в формі річних звітів та оперативної щомісячної інформації, насамперед, щодо сукупних обсягів торгів окремими видами цінних паперів), СРО (щодо біржових курсів, акумульованих на підставі інформації різних фондових бірж), профільні ЗМІ тощо.

Особливістю цього кейсу є необмежений перелік і фактична невичерпність знарядь поширення недостовірної інформації. З огляду на це, місцем підготовки та здійснення злочину в цьому випадку може вважатися будь-яке, де здійснюється таке незаконне поширення недостовірної інформації. Зазначений сценарій є єди-

ним варіантом маніпулювання, що може здійснюватися поза фондовою біржею в частині розповсюдження інформації.

У цьому випадку необхідним є доведення причинно-наслідкового зв'язку між діями особи з поширення оманливої інформації, що спричинило штучний вплив на ціну фінансового інструменту, та наступними діями вигодонабувача, що полягають в отриманні зиску з купівлі або продажу такого фінансового інструменту вже на фондовій біржі за відповідною штучною ціною, встановленою з використанням фактору впливу цієї оманливо поширеної інформації.

4) Купівля або продаж фінансових інструментів перед закриттям торговельної сесії фондової біржі з метою введення в оману учасників ринку щодо цін, які склалися наприкінці торговельної сесії.

Слід зазначити, що у законодавстві та нормативно-правових актах НКЦПФР відсутнє чітке врегулювання таких питань, які мають значення для правильної кваліфікації:

– який саме проміжок часу маєтсья на увазі під словосполученням «перед закриттям торговельної сесії фондової біржі» (остання секунда, хвилина, година тощо);

– які саме «ціни, що склалися», маютьсья на увазі в цьому випадку (біржовий курс, поточна ціна, ціна закриття, ціна кращої заявки на купівлю, ціна кращої заявки на продаж, ціни угод за адресними чи безадресними заявками; ціни угод, що укладаютьсья в режимах торгів, які беруть участь у формуванні поточної ціни цінного папера);

– який має бути ступінь зміни ціни наприкінці торговельної сесії, щоб кваліфікувати дії учасників торгів як маніпулювання;

– чи мають аналізуватись всі заявки та договори чи тільки ті, що впливають на біржовий курс та/або поточну ціну (ціну закриття).

Умовно проміжком часу може бути прийнято останню хвилину торгів, а ціною, яка склалася, – останнє значення поточної ціни (ціна закриття). Вбачається, що в цьому випадку підтвердженням маніпулювання може бути суттєве відхилення цін угод, що були укладені в останню хвилину торгів, порівняно з цінами угод, що були укладені раніше протягом торговельного дня, що мало

б призвести до суттєвої зміни поточної ціни. У цьому контексті доцільно враховувати договори, укладені за безадресними заявками, оскільки договори, укладені за адресними заявками, не враховуються при розрахунку біржового курсу та поточної ціни (та її конкретного значення при закритті торгової сесії – ціни закриття). Як критерій суттєвої зміни ціни, за відсутності інших, доцільно застосовувати критерії цінової нестабільності.

Тим не менше, якщо введення в оману вже буде доведено, слід також доводити й наявність причинно-наслідкового зв'язку між діями особи з введення в оману учасників ринку щодо цін, які склалися наприкінці торговельної сесії, та наступними діями вигодонабувача, що полягають в отриманні зиску з купівлі або продажу фінансових інструментів за відповідними вигідними для нього та оманливими для інших учасників цінами.

5) Неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів у власних інтересах чи за рахунок одного і того ж клієнта, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець та покупець одного і того ж фінансового інструменту за однаковою ціною в однаковій кількості або які не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів), а також надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансовим інструментом, під час яких покупець і продавець діють в інтересах клієнта.

Визначальними ознаками зазначених дій є такі: а) неодноразове укладення угод, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець і покупець одного й того ж фінансового інструменту, за однаковою ціною в однаковій кількості; б) неодноразове укладення угод, які не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів); в) надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансовим інструментом.

Варто зауважити, що вже досить тривалий час є неможливою ситуація надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим цінним папером, оскільки до Положення про функціонування фондових бірж (пункт 2 розділу VI) та правил фондових бірж були включені обмеження щодо укладення біржових договорів в інтересах клієнтів: *«Біржовий контракт (договір) не може укладатися за заявками, які подають різні учасники біржових торгів в інтересах одного й того самого клієнта»*.

Якщо ж випадки здійснення заборонених транзакцій трапляються, то необхідно з'ясувати відсутність у них очевидного економічного сенсу (що заздалегідь, з огляду на відсутність законодавчого визначення, становить складне завдання, що не матиме єдиного вирішення), та доведення причинно-наслідкового зв'язку між описаними діями та спричиненням шкідливих наслідків у цій ситуації. В будь-якому випадку при кваліфікації слід враховувати, що поняття «очевидна законна мета», застосоване при визначенні правопорушення з маніпулювання цінами на фондовому ринку, змістовно покликане характеризувати внутрішнє відношення винної особи до вчинюваного нею діяння. Водночас такий підхід до визначення мотиваційної складової, коли до диспозиції норми включено, власне, на перший погляд «очевидну» ознаку мотиву, безумовно слід віднести до невдалих спроб конкретизації правопорушення, наслідком чого є фактичне скасування меж його очевидності. Обумовлення в такий спосіб незаконності будь-якого діяння, що не охоплюється наявністю мети, яка є очевидно законною, всупереч завданню законодавця застосовувати точність при визначенні складу будь-якого правопорушення, надає цьому конкретному правопорушенню додатковий, великою мірою неочевидний зміст. Так, виходячи зі змісту заборонної норми, яка дозволяє класифікувати наявність «законної мети» як обов'язкового елементу правомірної поведінки, навпаки, законодавець зобов'язує припускати та вбачати в будь-якому випадку відсутності заявленої (доведеної, зафіксованої тощо) «очевидної законної мети» ознаки протиправності.

У цю пастку багатозначності потрапила й НКЦПФР, яка у своїх роз'ясненнях фактично поєднує поняття «очевидний економічний сенс» та «очевидна законна мета», констатує одночасно

й відсутність законодавчого визначення цього поняття (додатково див. Вставку 2.4 та пункти 2.4.2-2.4.3 § 4 глави 2).

Що стосується визначеності з обсягом та змістом поняття «очевидний економічний сенс», слід прийняти до уваги таке. Оскільки з метою оцінки фінансового результату застосовується показник балансової вартості (розраховується індивідуально кожним власником фінансового інструменту відповідно до витрат на придбання, порядку амортизації, нарахування та отримання процентних доходів, віднесення до того чи іншого портфеля, зменшення корисності, строку володіння та інших параметрів оцінки), а не умовний розрахунок різниці між цінами окремо взятих біржових угод, частина з яких укладається ще й без участі самого учасника біржових торгів, – відповідно визначення меж та змісту економічного сенсу кожної конкретної операції взагалі виходить за рамки результатів самих біржових угод. Питання ж очевидності чи неочевидності цього економічного сенсу при цьому залишається у площині більшою мірою оціночних категорій. Для порівняння наведемо приклад визначення економічного сенсу, наведений у нормативно-правових документах НБУ: «Економічна доцільність (сенс) фінансової операції – аргументоване обґрунтування, що така фінансова операція спрямована на досягнення економічного результату, економічних або особистих цілей, які не порушують вимоги законодавства України або не спрямовані на такі порушення»⁸⁶. Це визначення не обмежується у часі, тобто економічний результат може розраховуватися не за один торговельний день, а за інший період. Крім того, визначенням передбачається не тільки прямий економічний результат, але й інші економічні цілі, які можуть бути безпосередньо не пов'язані з прибутком.

Об'єктивно оцінюючи операції з урахуванням їхнього відображення в бухгалтерському обліку, зазвичай можна дійти висновку, що учасників біржових торгів має фіксуватися позитивний остаточний фінансовий результат від володіння цінними паперами – торговельний (за весь період володіння, а не за окремих,

⁸⁶ Постанова Правління НБУ «Про затвердження Положення про порядок здійснення банками аналізу та перевірки документів (інформації) про фінансові операції та їх учасників» від 15.08.2016 р. № 369. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0369500-16>

штучно обраний день), процентний, доход від використання як застави, зростання вартості такої застави, зростання вартості портфеля або взагалі нульовий чи навіть від'ємний результат, який тим не менше надає можливість не витратити кошти на формування резервів чи пов'язаний із необхідністю виконання економічних нормативів, зобов'язань, уникнення ризиків тощо.

З точки зору кваліфікації за статтею 222¹ ККУ, визначення економічного сенсу та, відповідно, обов'язкове доведення його відсутності у діях осіб, повинно відбуватися з урахуванням саме такого перебігу подій та не вибиватися з контексту господарської діяльності власника фінансового інструменту, утворюючи штучно визначені часові тощо межі для відповідної кваліфікації дій.

б) Неодноразове протягом торговельного дня здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, що не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети, якщо за результатами таких торгів власник таких фінансових інструментів не змінюється.

Ознаками таких дій є: а) неодноразове здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки..., що не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети; б) власник фінансових інструментів не змінюється.

Цей сценарій пропонує досить зрозумілу обставину маніпулювання – «власник не змінився»⁸⁷, але в іншому цілком ґрунтується на, знову ж таки, незрозумілих поняттях «очевидний економічний сенс» та «очевидна законна мета».

Втім з урахуванням матеріального характеру складу злочину здійснення описаних дій може вказувати лише на ознаки маніпулювання. З метою ж кваліфікації необхідно доводити причинно-наслідковий зв'язок між діями особи з неодноразового здійснення операцій на фондовій біржі за відсутності в них очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети та отриманням зиску з купівлі або продажу інших фінансових інструментів, що

⁸⁷ Імовірні дискусії, якщо придбавалися та продавалися різні за розміром пакети цінних паперів.

повинно відбутися внаслідок впливу на ціну інструментів фактору здійснення попередніх так би мовити безсенсових операцій.

7) Неодноразове невиконання учасником біржових торгів зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними протягом торговельного дня у власних інтересах або за рахунок клієнтів, якщо укладення зазначених контрактів спричинило значне збільшення або зниження ціни фінансового інструменту, за умови, що такі контракти мали суттєвий вплив на ціну такого інструменту.

Визначальними ознаками таких дій є: а) неодноразове невиконання зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними протягом торговельного дня; б) укладення контрактів спричинило значне збільшення або зниження ціни фінансового інструменту; в) контракти мали суттєвий вплив на ціну фінансового інструменту.

Виконання зобов'язань за біржовими контрактами в Україні є обов'язковим та щільно контролюється професійними учасниками депозитарної та розрахункової систем України, фондовою біржею, НКЦПФР (контроль виконання біржових договорів у межах адміністративних даних).

Більше того, правила фондової біржі повинні передбачати порядок накладення санкцій за порушення правил фондової біржі, у тому числі за анулювання (невиконання) біржового контракту за цінним папером або іншим фінансовим інструментом.

Таким чином, невиконання біржового контракту саме по собі є порушенням правил фондової біржі. Тож навряд чи цей сценарій будуть застосовувати, доки існують прямі заборонні норми.

8) Укладення на фондовій біржі угод з фінансовим інструментом за ціною, що має суттєве відхилення від ціни відповідного фінансового інструменту, яка склалася на фондовій біржі тієї ж торговельної сесії (поточна ціна) шляхом подання безадресних заявок, за умови, що угоди укладені від імені та/або за рахунок осіб, між якими (працівниками яких) існувала попередня домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни.

Визначальними ознаками восьмого сценарію маніпулювання є: а) укладення на фондовій біржі угод з фінансовим інструментом за ціною, що має суттєве відхилення від... поточної ціни шляхом подання безадресних заявок; б) угоди укладені від імені та/або за рахунок осіб, між якими (службовими особами яких) існувала попередня домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни.

Методичні рекомендації НКЦПФР пропонують досить сумнівне твердження про ознаки попередньої домовленості: «на домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни, вказує одночасне подання торговцями цінними паперами заявок на фондову біржу щодо купівлі або продажу фінансового інструменту», але це навряд чи може бути використане як доказ злочину.

У будь-якому випадку звернімо увагу на нездоланну недосконалість законодавчого врегулювання питання *ціни, що має суттєве відхилення, що робить неможливим встановлення обставин вчинення відповідних дій, які мають ознаки маніпулювання фондовим ринком, з метою їх кваліфікації за статтею 222¹ ККУ.*

Крім того, в цьому випадку досить зрозумілим є характер причинно-наслідкового зв'язку між діями, вчиненими всупереч зазначеній забороні, та відповідним зиском, який повинна отримати особа, зацікавлена власне в такому способі маніпулювання. Доведення такого зв'язку між діями особи та отриманням нею вигід або уникненням збитків у цьому випадку маніпулювання, як і в усіх інших, є необхідним з урахуванням матеріального характеру складу злочину.

Докладний аналіз восьми можливих сценаріїв і сімнадцяти іманентних ним ознак маніпулювання, що є релевантним для встановлення підстав притягнення до кримінальної відповідальності за статтею 222¹ ККУ, було здійснено у § 5 глави 2. Тут ще раз варто підкреслити висловлену в тій частині роботи тезу про те, що стаття 10¹ Закону України «Про державне регулювання цінних паперів в Україні» не становить цілісної конструкції ані із законодавством про фондовий ринок, ані з практикою функціонування фондових бірж. Натомість ця норма є недосконалою, незрозумілою та змістовно ізольованою.

Згаданий Закон не визнає маніпулюванням цінами на фондовому ринку дії, які мають на меті: 1) підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з емітентом таких цінних паперів; 2) підтримання цін на цінні папери відкритих або інтервальних інститутів спільного інвестування у зв'язку з їх викупом у випадках, установлених законом; 3) підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з фондовою біржею. Не визнаються маніпулюванням на фондовому ринку дії, які вчиняються органами державної влади у зв'язку з реалізацією грошово-кредитної політики або політики управління державним боргом.

Хоча стаття 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» серед переліку дій, що є маніпулюванням, передбачає не тільки маніпулювання ціною фінансових інструментів, але й штучну зміну обсягів торгів, поширення недостовірної інформації, проте в будь-якому випадку всі ці дії спрямовані в підсумку саме на зміну цін.

Кваліфікуючі ознаки.

У статті 222¹ ККУ злочинними *de facto* та *de jure* визнаються дії, які завжди пов'язані з купівлею або продажем фінансових інструментів на фондовій біржі. Навіть у випадку дій, передбачених пунктом 3 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (коли розповсюдження недостовірної інформації може відбуватися поза біржею), оскільки отримати зиск злочинець може тільки завдяки діям на фондовій біржі. Таким чином, можна було б вести мову про визнання фондової біржі місцем вчинення відповідного злочину. Водночас у часи стрімкого розвитку цифрових технологій торгівля цінними паперами фактично перейшла в режим «он-лайн». Будь-яка сучасна фондова біржа використовує інформаційні технології передачі інформації. Отже, спектр просторових можливостей для здійснення злочинних дій з маніпулювання збільшується та, безумовно, не вичерпується розміщенням фондової біржі. За таких умов сервери фондової біржі,

які відображають поточну діяльність біржі в режимі «он-лайн» та за допомогою яких здійснюється торгівля фінансовими інструментами, повинні визнаватися місцем вчинення злочину. Навіть більше: персональний комп'ютер правопорушника в такому випадку слід визнати засобом вчинення злочинного маніпулювання.

У розумінні чинного законодавства фондовою біржею визнається організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами; акціонерне товариство або товариство з обмеженою відповідальністю, яке зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу та здійснює свою діяльність відповідно до чинного законодавства, статуту і правил фондової біржі. У вузькому розумінні фондова біржа – це юридична особа, яка утворюється не менше ніж двадцятьма засновниками – торговцями цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, або їх об'єднанням, що налічує не менше ніж двадцять торговців цінними паперами. Фондова біржа набуває статусу юридичної особи в порядку, визначеному законодавством України, та здійснює діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку на підставі ліцензії, що видається НКЦПФР у встановленому порядку.

Фондова біржа займає імперативну позицію відносно учасників фондової біржі (учасників фондових торгів) та щодо емітентів, цінні папери яких знаходяться в обігу на фондовій біржі, щодо інвесторів у цінні папери, а також стосовно покупців та продавців цінних паперів у межах вторинного обігу цінних паперів. Своєю чергою, НКЦПФР як регулятор займає імперативну позицію стосовно як фондової біржі, так і членів фондової біржі (учасників торгів), емітентів, інвесторів у цінні папери. Натомість учасники фондової біржі, інвестори, покупці і продавці (емітенти) цінних паперів займають диспозитивну позицію та наділені взаємними правами та обов'язками один до одного.

Під третіми особами у статті 222¹ ККУ слід розуміти будь-яких фізичних чи юридичних осіб, крім службової особи, яка є суб'єктом злочину, та учасника фондового ринку, в якому працює відповідна фізична особа. Варто додати, що одержана третіми особами вигода (прибуток, уникнення збитків) може вважатися

наслідком цього злочину лише у тому разі, коли буде доведено, що винний діяв в інтересах такої особи і його умислом охоплювалось одержання нею відповідної вигоди⁸⁸.

Законодавча вказівка на наслідки діяння у вигляді отримання прибутку або уникнення збитків у значному розмірі, а також заподіяння значної шкоди, видається формально неправильною, що безумовно складе проблему кваліфікації. Насамперед, змістове навантаження, яке закон надає зазначеним поняттям, не узгоджується з понятійним апаратом вітчизняного ККУ – використана термінологія є більш властивою цивільному чи господарському законодавству.

Відповідно до змісту пунктів 1 і 2 примітки до статті 222¹ ККУ, злочин, описаний у частині 1 статті 222¹ ККУ, визнається закінченим альтернативно з моменту настання будь-якого з наслідків: а) отримання професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах (500 і більше НМДГ⁸⁹); б) уникнення такими особами збитків в аналогічно значних розмірах, або в) заподіяння значної шкоди охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб (буквальне тлумачення тексту частини 1 статті 222¹ ККУ спонукає висловитись на користь того, що в таких випадках також ідеться про заподіяння матеріальної шкоди в розмірі 500 і більше НМДГ).

Тяжкими наслідками, які настали внаслідок маніпулювання на фондовому ринку (частина 2 статті 222¹ ККУ), визнається шкода, яка у 1000 і більше разів перевищує НМДГ (за змістом пункту 3 примітки до статті 222¹ ККУ). Йдеться виключно про шкоду охороню-

⁸⁸ Науково-практичний коментар Кримінального кодексу України / за ред. М. І. Мельника, М. І. Хавронюка. 10-те вид., переробл. та допов. Київ: Дакор, 2018. 1184 с.

⁸⁹ Відповідно до пункту 5 розділу XX Податкового кодексу України, якщо норми інших законів містять посилання на неоподатковуваний мінімум доходів громадян, то для цілей їх застосування використовується сума в розмірі 17 грн, крім норм адміністративного та кримінального законодавства в частині кваліфікації адміністративних або кримінальних правопорушень, для яких сума неоподаткованого мінімуму встановлюється на рівні податкової соціальної пільги, визначеної підпунктом 169.1.1 пункту 169.1 статті 169 розділу IV цього Кодексу для відповідного року.

ваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб. У тому разі, якщо наслідки злочинного діяння полягали лише в отриманні професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку або уникненні такими особами збитків у розмірах, що в 1000 і більше разів перевищують НМДГ, – вчинене кваліфікується не за частиною 2, а за частиною 1 цієї статті.

Однією з кваліфікуючих ознак кримінального правопорушення за статтею 222¹ ККУ є повторне або за попередньою змовою групою осіб вчинення дій, що зазначені в частині 1 статті 222¹ ККУ. Варто звернути увагу на певну нескладність конструкції складу кримінального правопорушення та неузгодженість відповідальності за частинами 1 та 2 цієї статті. Як уже зазначалося, одним із заборонених сценаріїв, передбачених частиною 1 статті 222¹ ККУ, є здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, які надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності, та вчиняються одноосібно або **за попередньою змовою групою осіб і призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок**. Відповідно, з точки зору кваліфікації дій за частиною 2 цієї ж статті, попередня змова групи осіб двічі має виконувати функцію кваліфікуючої ознаки, що, вочевидь є некоректним.

Суб'єктивна сторона розглядуваного злочину характеризується умисною або змішаною формами вини. Власне дії, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, завжди вчинюються умисно, а ставлення особи до зазначених у статті 222¹ ККУ наслідків може бути: а) умисним – щодо отримання прибутку або уникнення збитків у значних розмірах; б) умисним або необережним – щодо заподіяння значної шкоди охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб.

Суб'єктом злочину повинна визнаватися виключно службова особа учасника фондового ринку, яка досягла 16-річного віку. Така особа, по-перше, підпадає під визначення службової особи, зазна-

чене у частині 3 статті 18 КК, а по-друге, виконує функції службової особи в юридичній особі, яка здійснює професійну діяльність на фондовому ринку (ринку цінних паперів). У цьому аспекті слід звернути увагу на законодавче визначення учасників фондового ринку та хто до них належить.

Згідно з частиною 2 статті 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», до учасників фондового ринку належать: емітенти (у тому числі іноземні) або особи, що видали неемісійні цінні папери, інвестори в цінні папери, інституційні інвестори, професійні учасники фондового ринку, об'єднання професійних учасників фондового ринку, у тому числі саморегульвні організації професійних учасників фондового ринку.

Емітент – юридична особа, у тому числі Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, Автономна Республіка Крим або міська рада, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади чи міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за ними перед їх власниками. Іноземний емітент – юридична особа, яка створена відповідно до законодавства іншої держави та здійснює емісію цінних паперів на території України, або юридична особа, цінні папери якої зареєстровані відповідно до законодавства іншої держави та допуск до обігу на території України яких надано НКЦПФР. Міжнародні фінансові організації вважаються іноземними емітентами. Відповідно до Закону України «Про санкції», можуть бути заборонені або обмежені емісія та обіг цінних паперів емітента, який створений відповідно до законодавства держави, що здійснює збройну агресію проти України у значенні, наведеному у статті 1 Закону України «Про оборону України», та/або який прямо чи опосередковано контролюється особами, які є резидентами зазначеної держави.

Особа, яка видала неемісійний цінний папір, – фізична або юридична особа, яка від свого імені видає (заповнює) сертифікат неемісійного цінного папера та бере на себе зобов'язання за таким цінним папером перед його власником.

Інвестори в цінні папери – фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери

з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства.

Інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. Особливості інвестування інституційними інвесторами визначаються законом.

Об'єднання професійних учасників фондового ринку – неприбуткове об'єднання професійних учасників фондового ринку, які провадять професійну діяльність на ринку цінних паперів: з торгівлі цінними паперами, депозитарної діяльності та управління активами інституційних інвесторів. Саморегульвна організація професійних учасників фондового ринку – неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, крім депозитаріїв, утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених НКЦПФР.

Професійні учасники фондового ринку – юридичні особи, утворені в організаційно-правовій формі акціонерних товариств або товариств з обмеженою відповідальністю, які на підставі ліцензії, виданої НКЦПФР, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України, а також Центральний депозитарій цінних паперів.

Потерпілими від злочину, передбаченого статтею 222¹ ККУ, можуть визнаватися будь-які учасники фондового ринку, чії потреби та інтереси, гарантовані відповідними правами та свободами, передбаченими чинним законодавством України, не були задоволені в результаті вчинення якогось із злочинних діянь, що входять до об'єктивної сторони розглядуваного скла-

ду злочину. При цьому реалізація прав і свобод учасників фондового ринку відбувається в процесі їх взаємодії між собою на фондовій біржі.

В аспекті конкуренції норм, передбачених статтями 222¹ і 232¹ («Незаконне використання інсайдерської інформації») ККУ, слід зазначити штучність питання такої конкуренції з огляду на таке. Якщо у випадку маніпулювання відбувається навмисний штучний вплив на справедливую ринкову ціну з метою її безпідставної зміни на користь злочинного вигодонабувача, то у випадку протиправного використання інсайдерської інформації суб'єкт злочину зацікавлений у незмінності ринкових показників з метою скористатися «необізнаністю» тих, хто діє за правилами ринку, та отримати від цього зиск. У фаховій літературі висловлена справедлива критика на адресу небажаної конкуренції кримінально-правових норм, передбачених статтею 222¹ ККУ та статтею 232¹ ККУ, яка описує підстави кримінальної відповідальності за незаконне використання інсайдерської інформації. Адже пункт 2 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» одним з видів маніпулювання на фондовому ринку називає незаконне використання інсайдерської інформації. За такої законодавчої невизначеності належна та об'єктивна кримінально-правова кваліфікація діянь, які пропонується вважати маніпулюванням на фондовому ринку, стає проблематичною⁹⁰.

Методика розслідування злочину, передбаченого статтею 222¹ ККУ, наведена у Вставці 2.16.

Вставка 2.16. Методика розслідування злочину, передбаченого статтею 222¹ ККУ

1. Розслідування починається негайно після надходження та реєстрації заяви від потерпілого чи встановлення відомостей про вчинення злочину, передбаченого статтею 222¹ ККУ, та внесення відомостей до ЄРДР.

⁹⁰ Коляденко В. М. Маніпулювання на фондовому ринку. *Європейські перспективи*. 2013. № 5. С. 113.

2. На відміну від кримінального провадження за статтею 232¹ ККУ, кримінальне провадження за статтею 222¹ ККУ не відноситься до кримінальних проваджень, що можуть бути розпочаті лише на підставі заяви потерпілого. Водночас з огляду на матеріальний склад злочину та наявну кваліфікуючу ознаку завдання шкоди або отримання незаконного прибутку, що повинен корелюватися з відповідними збитками інших осіб, слід врахувати, що підставами для порушення провадження за статтею 222¹ ККУ можуть бути обставини, що вказують принаймні на можливість існування потерпілого у просторі та часі. У цьому випадку слідчий після початку розслідування повинен негайно здійснити дії щодо встановлення особи потерпілого та з'ясування його ставлення та думки щодо наявності/відсутності обставин та розміру шкоди, заподіяної йому та його правам й інтересам. Стаття 222¹ ККУ передбачає досить велике коло осіб, які потенційно можуть бути визнані потерпілими від злочинного посягання, зважаючи на ознаку матеріального складу злочину, *«якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб»*.

3. Кваліфікація здійснюється з урахуванням конкретного сценарію злочинного посягання з маніпулювання на фондовій біржі, що міститься у статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»: слідчий повинен зазначити конкретний спосіб маніпулювання, встановлений цією статтею.

4. Слідчий проводить допит потерпілого на предмет з'ясування обставин, за яких йому заподіяно шкоду, або він зазнав збитків, у чому, на думку потерпілого, полягає шкода, яким є механізм визначення розміру та складових шкоди, яким чином маніпулюванням завдано збитків, у чому вони полягають та які є документи у потерпілого для підтвердження цього.

5. При допиті потерпілого слідчий повинен з'ясувати характер і послідовність його правомірних дій на ринку, за яких

відбулося спричинення шкоди, коло осіб, обізнаних у питаннях, про які йдеться у диспозиції статті 222¹ ККУ, що нею передбачено кримінальну відповідальність за маніпулювання на фондовому ринку. Підлягає з'ясуванню спосіб, за допомогою якого, на думку потерпілого, вчинено злочин, які фінансові інструменти було задіяно виконавцем, хто є виконавцем, у яких відносинах з виконавцем перебуває потерпілий, чи було та в чому могло полягати пособництво, обставини часу та місця вчинення злочинного посягання.

6. З урахуванням диспозиції статті 222¹ ККУ, що передбачає в одному зі сценаріїв маніпулювання (пункт 2 статті 10 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні») використання інсайдерської інформації, слідчий повинен з'ясувати, чи не мали місце при цьому дії з незаконного використання інсайдерської інформації службовими особами потерпілого або іншими особами, які були обізнані про господарську діяльність потерпілого, та чи не належить кваліфікувати їхні дії за статтею 232¹ ККУ.

7. Якщо злочинне посягання пов'язане з оманливими діями, слідчий повинен з'ясувати, в чому саме, на думку потерпілого, вони полягали, відбувалося це обманним шляхом чи сталося за зловживання довірою.

8. Слідчий отримує доступ до документів і речей НКЦПФР, що стосуються моніторингу, здійснюваного НКЦПФР, і можуть вказувати на обставини наявності ознак маніпулювання на фондовій біржі.

9. За наявності підстав для вилучення документів і речей слідчий вилучає вказані речі та документи.

10. Слідчий проводить допит членів НКЦПФР на предмет виявлення обставин щодо наявності ознак маніпулювання на фондовому ринку та щодо вчинення ними дій зі встановлення ознак маніпулювання на фондовому ринку, обов'язковість яких передбачено пунктом 37¹ статті 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

11. Слідчий отримує доступ до документів і речей фондової біржі, що можуть свідчити про наявність ознак маніпулювання, за наявності підстав слідчий вилучає документи та речі, що підтверджують факти маніпулювання.

12. Слідчий проводить допит службових осіб фондової біржі, з використанням механізмів діяльності якої сталося маніпулювання, на предмет здійснення моніторингу.

13. З огляду на те, що здійснення злочину, передбаченого статтею 222¹ ККУ, априорі є можливим лише на фондовій біржі та з використанням чинників діяльності фондової біржі, – проведення експертизи для встановлення фінансово-економічного механізму здійснення злочинного діяння із застосуванням багаторівневого та складного механізму фондової біржі є обов'язковим.

14. Під час подання клопотання про призначення цієї експертизи слідчий повинен поставити запитання, за допомогою яких з'ясувати в експерта залежно від конкретного сценарію злочину, передбаченого статтею 222¹ ККУ, питання визначення відповідних дійсних цін фінансових інструментів, економічного сенсу від проведення операцій, ступінь відхилення від дійсних цін і межі відсутності економічного сенсу в діях, пов'язаних з маніпулюванням на фондовій біржі, критерії ліквідності. Усе це необхідно зробити з урахуванням стану та релевантності ринку, фактора free-float, фактичного режиму діяльності публічної компанії (чи відповідає заявлений статус фактичному режиму діяльності як публічної компанії) – у випадку маніпулювання її фінансовими інструментами, інших ринкових критеріїв, доведення яких є необхідним при кваліфікації дій за статтею 222¹ ККУ, що передбачає відповідальність за маніпулювання на фондовому ринку, та впливу цих критеріїв на ціни на фондовій біржі з метою маніпулювання. Особливості актуального стану інституційних можливостей здійснення експертизи в цих питаннях висвітлені у § 2 глави 3. Відсутність інституційних можливостей проведення експертизи повинна мати своє розв'язання через альтернативні чин-

ники, створення методик у режимі ad hoc тощо. У будь-якому випадку питання повинне бути обов'язково дослідженим та отримати своє розв'язання до завершення досудового слідства в цьому кримінальному провадженні.

15. Необхідним є проведення експертизи для встановлення розміру збитків потерпілого, незаконних прибутків/розміру збитків, яких уникла особа-професійний учасник фондового ринку, або інша особа, в інтересах якої діяла винна особа – залежно від специфіки дій винної особи. При призначенні та проведенні експертизи слід враховувати фактори, перелічені в пункті 14 цієї методики.

16. Слідчий забезпечує можливість щодо проведення експертизи потерпілому та/або стороні захисту, відповідно до вимог, встановлених статтею 93 КПК України та з дотриманням вимог статті 220 КПК України.

17. Враховуючи матеріальний склад злочину, підстави та спосіб відновлення прав потерпілого, слідчий зобов'язаний повідомити потерпілу особу про її процесуальні права щодо відновлення її матеріального стану, порушеного здійсненням злочину. Це передбачає пред'явлення в рамках кримінального провадження цивільного позову тощо.

18. Всі документи та обґрунтування щодо спричиненої матеріальної шкоди, отримані від потерпілої особи, слідчий долучає до матеріалів кримінального провадження.

19. Обов'язковими є допити потерпілого та його службових осіб.

20. Слідчий повинен здійснити виїмку документів, які містять дані про службові обов'язки службової особи професійного учасника фондового ринку.

21. Слідчий повинен встановити конкретне коло службових обов'язків, які мають службові особи професійного учасника фондового ринку, чи належить до їхніх обов'язків можливість впливати у незаконний спосіб на ціни.

22. Слідчий повинен з'ясувати інформацію щодо умислу щодо вчинення злочину, обставини місця, часу та способу вчи-

нення злочину, чи було злочин вчинено за співучасті інших осіб, в якій якості вони виступали, та які саме дії з пособництва вчинили.

23. Негайно після встановлення особи підозрюваного слідчий у порядку, встановленому статтею 278 КПК України, повинен вручити зазначеній особі повідомлення про підозру, провести допит як підозрюваного.

24. Слідчий на підставі ухвали слідчого судді проводить обшук у житлі чи іншому володінні особи з метою виявлення знарядь вчинення злочину, інших речей, за допомогою яких було здійснено злочинне посягання.

25. Якщо кримінальне провадження стосується частини 1 статті 222¹ ККУ, то слідчий роз'яснює потерпілому, підозрюваному, обвинуваченому їхні права укласти угоду про примирення між потерпілим і підозрюваним чи обвинуваченим відповідно до статті 469 КПК України.

26. Після проведення інших обов'язкових дій слідчий приймає процесуальне рішення, відповідно до статті 284 КПК України або здійснює відкриття матеріалів кримінального провадження, складає обвинувальний акт і направляє матеріали кримінального провадження прокурору.

2.6.2. Стаття 163⁸. Маніпулювання на фондовому ринку (КУпАП)

Умисні дії посадової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів, – тягнуть за собою накладення штрафу від ста до п'ятисот неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Ті самі дії, вчинені групою осіб або особою, яку протягом року піддано адміністративному стягненню за правопорушення, передбачене частиною першою цієї статті, – тягнуть за собою на-

кладення штрафу від п'ятисот до семисот п'ятдесяти неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Умисні дії посадової особи учасника фондового ринку, які мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів, і які не спричинили наслідків, передбачених диспозицією статті 222¹ ККУ, повинні визнаватись адміністративним правопорушенням (стаття 163⁸ КУпАП).

При розмежуванні статті 163⁸ КУпАП та статті 222¹ ККУ слід враховувати, що в частині 1 статті 163⁸ КУпАП описані лише протиправні дії «посадової особи учасника фондового ринку, які мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі», які не тягнуть за собою ані інших діянь, наприклад, пов'язаних з отриманням прибутку чи уникненням збитків, ані якихось шкідливих наслідків. Натомість у статті 222¹ ККУ «дії службової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі» тягнуть за собою інші дії, альтернативно визначені у частині 1 цієї статті ККУ, які «призвели до отримання професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах» та «уникнення ... збитків у значних розмірах», а також (як альтернативні) наслідки у вигляді «заподіяння значної шкоди охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб». Відмінними є також ознаки суб'єкта адміністративного правопорушення (яким є «посадова особа учасника фондового ринку»), а також суб'єкта злочину («службова особа учасника фондового ринку»). Решта елементів є тотожними.

2.6.3. Стаття 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів (п. 11 частини 1)

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку застосовує до юридичних осіб фінансові санкції за:

...11) умисні дії, що мають ознаки маніпулювання на фондовому ринку, визначені цим Законом – у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних у результаті цих дій.

Зазначена фінансова санкція є самостійним видом відповідальності, що застосовується до юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів (див. Вставку 2.17).

На відміну від адміністративної та кримінальної відповідальності в цьому випадку суб'єктом правопорушення на ринку цінних паперів є юридична особа.

Механізми вчинення правопорушення на ринку цінних паперів є тотожними наявним у складах кримінально та адміністративно караних правопорушень.

Водночас, правопорушення на ринку цінних паперів, за яке застосовуються фінансові санкції, може мати як формальний склад, із санкцією у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян, і в цьому випадку є необов'язковим доведення факту отримання учасником фондового ринку (юридичною особою) прибутку (надходжень), так і матеріальний склад, із санкцією у розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних у результаті цих дій, і в цьому випадку при застосуванні фінансових санкцій орган, що застосовує фінансові санкції, повинен довести факт отримання учасником фондового ринку (юридичною особою) зазначеного прибутку (надходжень). При цьому у випадку, коли фінансова санкція застосовується у розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій, обов'язковим є не тільки доведення та фіксація на доказовому рівні механізму вчинення правопорушення за одним з конкретних передбачених статтею 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» сценаріїв маніпулювання, але й доведення та фіксацію на доказовому рівні причинно-наслідкового зв'язку між такими діями та отриманням учасником фондового ринку (юридичною особою) зазначеного прибутку (надходжень).

Таким чином, певне скорочення кількості порушених справ у 2016–2017 рр. є достатньо умовним, оскільки фактично у цей час регулятор намагався розібратися з наслідками своєї гіперактивності у 2015 р.

Вже на початку 2016 р. регулятор без особливої конкретики зазначає, що справи оскаржуються, і судами приймаються різні рішення, але рішень на користь НКЦПФР більше. Річні звіти НКЦПФР у цілому це підтверджують, але помітно, що у 2016 р., за наслідком компанії з «очищення ринку» частка рішень, прийнятих не на користь НКЦПФР зросла з 24% до 33% (рис. 2.2). Отже, кожне третє рішення суду приймалося на користь учасників ринку, що є досить суттєвим показником, зважаючи на традиційно значну увагу вітчизняних судів до позиції органів державної влади⁹⁵.

Водночас у цій статистиці не виокремлені рішення суду у справах саме щодо маніпулювання. Наведені у річних звітах НКЦПФР дані про правозастосування та його наслідки (оскарження в судах) вкрай стислі, не містять детальних відомостей у розрізі видів правопорушень, учасників ринку, цінних паперів та відповідних результатів (закриття справи, штраф, попередження, анулювання ліцензії, оскарження тощо)⁹⁶.

⁹⁵ Наприклад, у 2014–2017 рр. суд не підтвердив правомірність лише 6 рішень НБУ з 52 під час виведення банків з ринку, тож частка судових рішень не на користь НБУ становила менше ніж 12% – у 2–3 рази менше порівняно із судами проти НКЦПФР (Див.: Судді 46 разів підтвердили правомірність дій НБУ по відношенню до неплатоспроможних банків. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44130666).

⁹⁶ Річні звіти НКЦПФР не є єдиним джерелом публічної інформації про її діяльність щодо правозастосування. Зокрема, на офіційному веб-сайті НКЦПФР наявний реєстр правопорушень. Але ж користування цим реєстром є вкрай незручним, оскільки інформація на початок 2019 р. міститься на понад 11 тисячах веб-сторінок, а запропоновані фільтри не дають змоги адекватно агрегувати інформацію. Зокрема, лише за торговцями цінними паперами інформація розподілена на 350 веб-сторінок (3,5 тисячі постанов, пов'язаних з правопорушеннями), до того ж, частина постанов відсутня або їх текст неповний. Безумовно, в НКЦПФР ця інформація має бути у значно більш зручному та систематизованому вигляді, інакше формування річних звітів НКЦПФР було б неможливе, так само як і контроль керівництвом НКЦПФР ефективності роботи департаменту правозастосування.

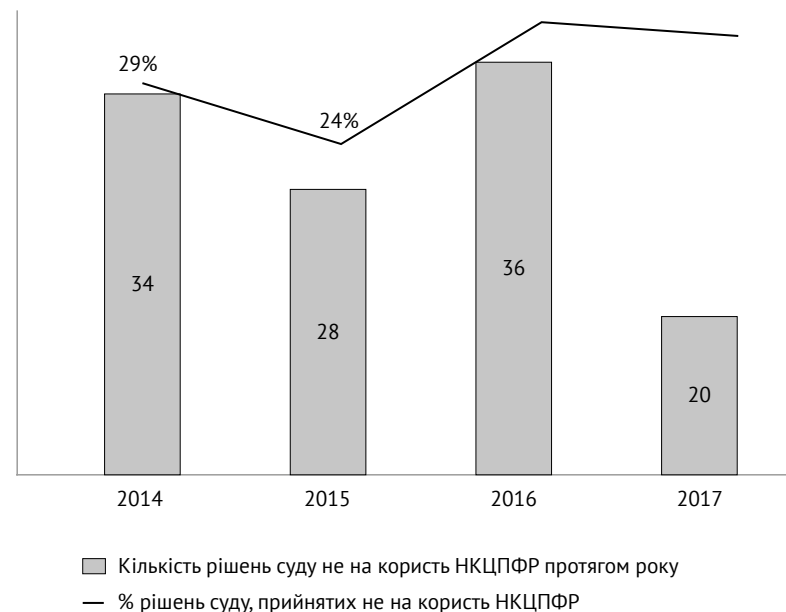


Рис. 2.2. Рішення судів за справами за участі НКЦПФР у 2014–2017 рр.

Джерело: розраховано за даними річних звітів НКЦПФР.

Попри неодноразові запити про надання публічної інформації на початку 2019 р. агреговані статистичні дані про правопорушення, пов'язані з маніпулюванням, НКЦПФР так і не надала. Наведені у листі НКЦПФР від 07.03.2019 р. № 14/01/5814 аргументи (зокрема, щодо значних інтелектуальних зусиль, необхідних для надання статистичних даних щодо діяльності з правозастосування) здаються щонайменше дивними та викликають побоювання щодо достатності кваліфікації та компетентності. Адже захист прав інвесторів (шляхом застосування заходів щодо запобігання та припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів, засто-

Самостійне виокремлення з Єдиного державного реєстру судових рішень відомостей про наслідки судових засідань за участі НКЦПФР (в тому числі щодо маніпулювання) є ще складнішим завданням.

сування санкцій за порушення законодавства) та контроль за учасниками ринку цінних паперів належить до ключових завдань і повноважень, покладених на НКЦПФР, відповідно до чинного законодавства. Крім того, поки що сукупна кількість порушених справ про правопорушення щодо маніпулювання у 2012–2017 рр. (176) є меншою за кількість штатних працівників регулятора (460), що викликає додаткові сумніви щодо нестачі навіть колективних інтелектуальних зусиль у НКЦПФР.

Вбачається, що публікація статистики про реальні наслідки кампанії щодо «очищення ринку» та протидії маніпулюванню, з огляду на активне оскарження постанов про правопорушення, не надто відповідає інтересам інформаційної кампанії НКЦПФР щодо чи не демонізації учасників ринку з метою збільшення фінансування та розширення повноважень регулятора.

З публічних джерел відомо, що перша справа щодо маніпулювання, порушена у травні 2012 р. стосовно ТОВ «Сіті-Брок», у 2013 р. була успішно оскаржена в суді учасником ринку⁹⁷, так само неправомірним було визнано судом й рішення НКЦПФР щодо ТОВ «Тройка Діалог Україна»⁹⁸. Та й згодом торговці цінними паперами, які були зацікавлені залишитися на ринку та відстояти свою правоту, часто вигравали в судах (див. Додаток 2). На жаль, суди тривають досить довго, з численними апеляціями НКЦПФР та розглядом у різних інстанціях, практика ВСУ щодо таких судів ще відсутня.

Показовим також є те, що у жодному випадку порушення НКЦПФР справ про маніпулювання не йдеться про потерпілих або збитки.

⁹⁷ Будет ли порядок в борьбе с манипулированием? *StockWorld*. 18.02.2016. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/budiet-li-poriadok-v-bor-bie-s-manipulirovaniem>.

⁹⁸ Максимчук Н. Торговцы выпутываются из санкций. *Коммерсантъ Украина*. 26.09.2013. № 152. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/2305265>.

Не йдеться й про порушення суспільних інтересів. Непрямим свідчення цього є дані Державної судової адміністрації України⁹⁹, отримані на запит про отримання публічної інформації. За 3 роки (2015–2017 рр.) гучної боротьби НКЦПФР з маніпулюванням за статтею 222¹ було засуджено лише 1 особу (та й ту звільнено від покарання). До 2015 р. (2011–2014 рр.) результати були навіть більші – 7 осіб засуджено, 2 особи звільнено від покарання, 4 особам призначено покарання за сукупністю злочинів. Проте серед злочинів у сфері господарської діяльності (за статтями ККУ 199, 222, 222¹, 223¹, 223², 224, 232¹, 232²) частка осіб за кримінальними справами щодо маніпулювання є мізерною – менше ніж 1% (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

**Кількість осіб за кримінальними справами
щодо злочинів у сфері господарської діяльності
у 2011–2017 рр.**

Кількість осіб за справами по роках	Статті ККУ	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Всього	Частка ст. 222 ¹ , %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Засуджено	222 ¹	1	0	3	3	1	0	0	8	0,76
	199–233	238	158	214	197	131	50	69	1057	
Виправдано	222 ¹	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00
	199–233	0	0	0	0	1	1	1	3	
Закрито справу	222 ¹	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00
	199–233	57	39	22	24	15	6	10	173	

⁹⁹ Лист ДСАУ від 04.01.2019 р. № інф/70845-15-18-6/19.

Продовження таблиці 2.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Засуджено, але звільнено від покарання	222 ¹	1	0	0	1	1	0	0	3	0,51
	199- 233	151	92	86	105	83	34	42	593	
Призначено покарання за сукупністю злочинів	222 ¹	1	0	1	2	0	0	0	4	0,97
	199- 233	88	55	74	107	59	2	29	414	

Джерело: розраховано за даними Державної судової адміністрації України.

Коментар до статті 222¹ ККУ, статті 163⁸ КУпАП та пункту 11 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів України» виявив очевидні невирішені питання якості кримінального законодавства, законодавства про адміністративні правопорушення та законодавства про правопорушення на ринку цінних паперів, позначив контраверсійність їхніх положень і відповідну, ускладнену цією обставиною, складність інтерпретації. Ці питання без шкоди для утилітарного розуміння коментованих статей 222¹ ККУ, 163⁸ КУпАП та пункту 11, частини 1 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів України» розв'язуються у § 8 глави 2.

§ 7. Незаконне використання інсайдерської інформації. Науково-практичний коментар

2.7.1. Стаття 232¹. Незаконне використання інсайдерської інформації (ККУ). Методика розслідування злочину

1. Умисне незаконне розголошення, передача або надання доступу до інсайдерської інформації, а так само надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчу-

ження цінних паперів чи похідних (деривативів), якщо це призвело до отримання особою, яка вчинила зазначені дії, чи третіми особами необґрунтованого прибутку в значному розмірі, або уникнення учасником фондового ринку чи третіми особами значних збитків, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб, – караються штрафом від семисот п'ятдесяти до двох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян, з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

2. Вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, якщо це призвело до отримання особою, яка вчинила зазначені дії, чи третіми особами необґрунтованого прибутку в значному розмірі, або уникнення учасником фондового ринку чи третіми особами значних збитків, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб, – караються штрафом від трьох тисяч до п'яти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

3. Дії, передбачені частинами першою або другою цієї статті, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб, або якщо такі дії спричинили тяжкі наслідки, – карається штрафом від п'яти тисяч до восьми тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

4. Дії, передбачені частинами 1–3 цієї статті, якщо вони вчинені організованою групою, – караються штрафом від восьми тисяч до десяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

Примітка: 1. Значним розміром (значним збитком, значною шкодою) у цій статті вважається розмір (збиток, шкода), який в п'ят-

сот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

2. Тяжкими наслідками уцїй статті, якщо вони полягають у заподіянні матеріальних збитків, вважаються такі, які у тисячу і більше разів перевищують неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

3. Під особами, які вчинили дії, передбачені цією статтею, розуміються: посадові особи емітента, у тому числі ті, які були посадовими особами емітента на момент ознайомлення з інсайдерською інформацією; особи, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням ними трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань, незалежно від відносин з емітентом, у тому числі співробітники професійних учасників фондового ринку; державні службовці, яким відома інсайдерська інформація внаслідок виконання ними посадових (службових) обов'язків; особи, які ознайомилися з інсайдерською інформацією неправомірним шляхом; аудиторів, нотаріусів, експертів, оцінювачів, арбітражні керуючі або інші особи, які виконують надані законом публічні повноваження.

Згідно з диспозицією статті 232¹, безпосереднім об'єктом злочину є суспільні відносини, які забезпечують нормальне функціонування фондового ринку, більш конкретно – забезпечення умов справедливого та рівного для всіх учасників фондового ринку умов обігу фінансових інструментів. Додатковим об'єктом цього злочину виступають відносини власності. У цілому об'єкт злочину, передбачений статтею 232¹ ККУ, є подібним до об'єкта злочину, передбаченого статтею 222¹ ККУ, з урахуванням специфіки шахрайського посягання на ці суспільні відносини.

Об'єктивна сторона злочину полягає у незаконному використанні інсайдерської інформації у спосіб, вказаний у частині 1 або частині 2 статті 232¹ ККУ. До діянь, які порушують порядок обігу інсайдерської інформації, належать такі:

- 1) незаконне розголошення інсайдерської інформації;
- 2) незаконна передача інсайдерської інформації;
- 3) незаконне надання доступу до інсайдерської інформації;
- 4) надання з використанням інсайдерської інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів);

5) вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація.

Стаття 232¹ ККУ встановлює загальні підстави віднесення діяння до злочинного, водночас, не надає визначення терміна «інсайдерська інформація», тобто бланкетно посилається на законодавство щодо цінних паперів і фондового ринку. Визначення інсайдерської інформації, а також інформації, яка не вважається інсайдерською, міститься в статті 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»:

«1. Інсайдерська інформація – неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі, якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів і похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених цим Законом. 2. Інформація щодо оцінки вартості цінних паперів та/або фінансово-господарського стану емітента, якщо вона отримана виключно на основі оприлюдненої інформації або інформації з інших публічних джерел, не заборонених законодавством, не є інсайдерською інформацією. 3. Інформація не вважається інсайдерською з моменту її оприлюднення відповідно до закону.»

У контексті розуміння диспозиції варто зазначити, що якщо попередня редакція статті 232¹ ККУ, відсилаючи у частині розуміння звороту «незаконне використання інсайдерської інформації» до регуляторного законодавства, мала чітко виражений бланкетний характер, то чинна редакція аналізованої статті, безпосередньо називає конкретні прояви незаконного використання інсайдерської інформації та не містить виражених посилань на Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», навіть таких розпливчатих, що містяться, наприклад, у статті 222¹ ККУ. Звертає на себе увагу використання при описанні складу злочину, передбаченого статтею 232¹ ККУ, складних граматичних конструкцій і понять, опанування якими вимагає звернення до спеціального законодавства та нормативно-правових актів щодо фондового ринку. На перший погляд, це не є недоліком, а, скоріше, особливістю майже

всіх статей ККУ, що стосується злочинів, які мають відношення до діяльності фондового ринку (див. також § 1 глави 2). Застосування цих статей вимагає не тільки докладного розуміння спеціального законодавчого та нормативно-правового матеріалу, але й передбачає спроможність критично до нього поставитися.

Отже, наведений перелік діянь орієнтує на будь-які прояви обігу та використання інсайдерської інформації (про діяльність емітента) – *de facto* має місце конкретний спосіб зловживання з відповідним видом інформації, що водночас стає підставою для настання кримінальної відповідальності для суб'єкта її (інформації) протиправного використання.

Розглянемо докладніше п'ять діянь, які утворюють об'єктивну сторону незаконного використання інсайдерської інформації.

Незаконне розголошення інсайдерської інформації означає незаконне доведення цієї інформації до відома хоча б однієї особи, яка не має права на ознайомлення з нею, в такий спосіб.

Незаконна передача інсайдерської інформації – це дії, якими інсайдерська інформація переміщується в просторі (наприклад, передача такої інформації на паперовому або електронному носії, телефоном, електронною поштою чи з використанням мобільних додатків – «месенджерів») до іншої особи (осіб), яка не має права на її одержання в такий спосіб.

Незаконне надання доступу до інсайдерської інформації – це створення можливості сторонній особі ознайомитися з такою інформацією, наприклад, ознайомитися зі змістом документа або іншого носія, на якому зберігається така інформація, взяти такий носій або зробити з нього копію. При цьому особа, яка надає доступ до інсайдерської інформації, може діяти як відкрито для суб'єкта ознайомлення, так і приховано від нього.

Надання з використанням інсайдерської інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи інших фінансових інструментів означає надання особою, яка законно або незаконно володіє інсайдерською інформацією, порад на укладення правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів або похідних (деривативів). Такі рекомендації можуть стосуватися як власне факту придбання, або відчуження цінних паперів чи інших фінансових інструментів (тобто полягати

у пораді придбати, продати відповідні фінансові інструменти або утриматися від їх продажу чи придбання), так і моменту вчинення відповідних дій (порада відкласти придбання, продаж певних фінансових інструментів на певний період часу або до певної дати) або кількості фінансових інструментів, які мають стати предметом відповідних правочинів.

Вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, означає вчинення операцій з цінними паперами та похідними (деривативами), спрямованими на їхне придбання або відчуження.

Зауважимо, що саме останні дії є ключовими в об'єктивній стороні цього злочину, оскільки саме завдяки їм утворюються наслідки діяння у вигляді отримання прибутку або уникнення збитків у значному розмірі, а також заподіяння значної шкоди.

Саме користуючись наявністю інсайдерської інформації та необізнаністю інших учасників торгів (операцій), суб'єкт злочину отримує незаконний зиск.

Незаконне використання інсайдерської інформації у спосіб, вказаний у частині 1 або частині 2 статті 232¹ ККУ, визнається злочином, якщо воно призвело до отримання особою, яка вчинила незаконні дії, чи третіми особами необґрунтованого прибутку в значному розмірі, уникнення учасником фондового ринку чи третіми особами значних збитків або до заподіяння значної шкоди охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб. Згідно з приміткою 1 до статті 232¹ ККУ *значним розміром (значним збитком, значною шкодою)* вважається розмір (збиток, шкода), який в п'ятсот і більше разів перевищує НМДГ¹⁰⁰, а тяжкими наслідками – шкода, яка в 1 тис. і більше разів

¹⁰⁰ Відповідно до пункту 5 розділу XX Податкового кодексу України, якщо норми інших законів містять посилання на неоподатковуваний мінімум доходів громадян, то для цілей їх застосування використовується сума в розмірі 17 грн, крім норм адміністративного та кримінального законодавства в частині кваліфікації адміністративних або кримінальних правопорушень, для яких сума неоподаткованого мінімуму встановлюється на рівні податкової соціальної пільги,

перевищує НМДГ (примітка 2 до статті 232¹ ККУ). Якщо незаконне використання інсайдерської інформації не спричинило ані істотної шкоди, ані тяжких наслідків (а ці ознаки в частині позначення суспільно небезпечних наслідків, які не полягають у заподіянні матеріальних збитків, продовжують належати до числа оціночних), вчинене тягне адміністративну відповідальність (стаття 163⁹ КУпАП).

Відповідно до змісту пунктів 1 і 2 примітки до статті 232¹ ККУ, злочин, описаний у частині 1 статті 232¹ ККУ, визнається закінченим альтернативно з моменту настання будь-якого із наслідків: а) отримання професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах; б) уникнення такими особами збитків в аналогічно значних розмірах; в) заподіяння значної шкоди охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб (буквальне тлумачення тексту частини 1 статті 232¹ ККУ спонукає висловитись на користь того, що в таких випадках також ідеться про заподіяння матеріальної шкоди в розмірі 500 і більше НМДГ).

Тяжкими наслідками, які настали внаслідок маніпулювання на фондовому ринку (частина 2 статті 222¹ ККУ), визнається шкода, яка у 1000 і більше разів перевищує НМДГ (за змістом пункту 3 примітки до статті 222¹ ККУ). При цьому йдеться виключно про шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб. У тому разі, якщо наслідки злочинного діяння полягали *лише* в отриманні професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку або уникненні такими особами збитків у розмірах, що в 1000 і більше разів перевищують НМДГ, – вчинене кваліфікується не за частиною 2, а за частиною 1 цієї статті. Натомість ніяких пояснень щодо кількісної оцінки такого поняття, як «прибуток в значному розмірі» стаття 232¹ не містить і залишає це поняття оціночним. Це не сприяє точності закону.

визначеної підпунктом 169.1.1 пункту 169.1 статті 169 розділу IV цього Кодексу для відповідного року.

Згідно з цим законодавчим приписом, шкода, заподіяна фізичним і юридичним особам незаконним використанням інсайдерської інформації, як ознака об'єктивної сторони складу аналізованого злочину має саме і лише матеріальний характер.

Предметом злочину є інсайдерська інформація про емітента. Розділ V Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», який має назву «Розкриття інформації на фондовому ринку», крім поняття «інсайдерська інформація», містить також поняття «регулярна інформація про емітента» (статті 40 та 401) та «особлива інформація про емітента» (стаття 41). Останні, на відміну від «інсайдерської інформації», докладно розкриті в Законі. Про співвідношення цих понять залишається лише здогадуватись, яка саме інформація, що підлягає оприлюдненню, є інсайдерською. Не додає розуміння й оціночний термін «істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних». У § 4 глави 2 ми привели цілий набір термінів, що, напевно, спрямовані на визначення цінних орієнтирів та навели докладний аналіз щодо їх кількісного або хоча б відносного значення. Необхідно зауважити, що поняття «істотний вплив» лише доповнює цей набір¹⁰¹.

У юридичній літературі значної уваги було приділено співвідношенню понять «інсайдерська інформація», «комерційна таємниця» та «банківська таємниця» та відповідного відмежовування незаконного використання інсайдерської інформації від розголошення комерційної чи банківської таємниць (стаття 232 ККУ)¹⁰².

Нерозкритим поняттям для змісту коментованої норми залишається поняття «емітент похідних (деривативів), які перебу-

¹⁰¹ Для повноти інформації треба зауважити, що тривалий час діяло Рішення ДКЦПФР від 21.11.2006 р. №1344 «Про визначення інформації, яка належить до інсайдерської». Але 29.05.2012 р. НКЦПФР своїм рішенням № 752 узв'язку з прийняттям Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів щодо інсайдерської інформації» від 22.04.2011 р. №3306-V (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3306-17>) визнало його таким, що втратило чинність.

¹⁰² Яра О.С. Інформація як предмет злочинів, передбачених статтями 231, 232, 232¹, 232² КК України. *Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України*. 2014. Вип. 197. Ч. 1. С. 259–260; Волинець Р.А. Кримінально-правова охорона фондового ринку: дис. ... докт. юрид. наук. Київ, 2018. С. 276–278. Саєнко В.В. Правове регулювання використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів: дис. ... канд. юрид. наук. Київ, 2002. С. 181–182.

вають в обігу на фондовій біржі». До прийняття Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (2006 р.), яким ККУ було доповнено статтею 232¹, та після його прийняття таких емітентів в Україні не існувало. Відповідно до пункту 14.1.45 Податкового кодексу України, єдиного законодавчого акту, що має визначення дериватива, дериватив – це цивільно-правовий договір, а не емісійний інструмент. Можливо, в черговій нестиковці податкового, господарського та цивільного законодавств і немає нічого дивного, водночас у випадку, коли справа стосується предмета кримінально караного діяння, то такі законодавчі недоліки роблять неможливим притягнення до відповідальності.

Можна погодитися, що поняття «інсайдерська інформація» слабо кореспондується з комерційною чи банківською таємницею¹⁰³. Це впливає з обов'язків емітента, відповідно до закону, після здійснення ним публічної пропозиції власних цінних паперів – повідомляти інвесторам про будь-які події, що можуть вплинути на вартість таких цінних паперів. Отже, якщо інформація містить комерційну таємницю та коли оприлюднення такої інформації може завдати значну шкоду емітенту в контексті його капіталізації чи комерційних відносин, він повинен виконати зобов'язання.

Треба знов звернути увагу на притаманне українському законодавству та діям НКЦПФР розширене тлумачення заборонних норм, а також обов'язку розкриття інформації про будь-які емісійні цінні папери. Зазвичай у світі вимоги щодо обов'язкового оприлюднення інформації стосуються публічних компаній, тоді як в Україні ця вимога поширюється й на будь-яких емітентів, у тому числі ПрАТ та емітентів непублічних випусків акцій та облігацій. Поняття публічної пропозиції цінних паперів нещодавно з'явилося у законодавстві, але суттєвих змін щодо звуження обов'язкових чи заборонних норм або зменшення адміністративного навантаження не відбулося¹⁰⁴.

¹⁰³ Науково-практичний коментар Кримінального кодексу України / за ред. М. І. Мельника, М. І. Хавронюка. 10-те вид., переробл. та допов. Київ: Дакор, 2018. 1184 с.

¹⁰⁴ Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів» від 16.11.2017 р. № 2210-VIII вперше виокремлено публічні

Диспозиція статті 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» дещо звужує предмет злочину, обмежуючи його емітентами, чії цінні папери та похідні перебувають в обігу на фондовій біржі (див. також § 2 глави 2), але йдеться про надто велику кількість інструментів, оскільки сьогодні завдяки «новаціям» НКЦПФР на фондових біржах торгуються навіть акції ПрАТ, що є нонсенсом.

З іншого боку, визначення інсайдерської інформації у статті 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» значно менш конкретне та детальне, ніж визначення, наведене в статті 7 Регламенту MAR, де міститься категоризація інформації в розрізі окремих видів фінансових інструментів (пункт 1), пояснення, що розуміється під точним характером такої інформації (пункт 2), повноваження європейського регулятора (ESMA) щодо видання рекомендацій із встановлення невичерпного індикативного переліку такої інформації (пункт 4). В контексті переліку інформації помітно, що українське законодавство містить звужений перелік відомостей порівняно з європейським – зокрема, до інсайдерської інформації за стандартами ЄС відноситься не тільки інформація про емітента та його фінансові інструменти, але й інформація, надана брокерам інвесторами, в т. ч. умови заявок (якщо, звісно, така інформація може суттєво вплинути на ціни фінансових інструментів – див. підпункт d пункту 1 статті 7 Регламенту MAR)¹⁰⁵.

компанії (здійснили публічну пропозицію та/або цінні папери, включені до біржового реєстру як лістингові. Інші компанії визначено як непублічні (навіть формально публічні – за назвою – акціонерні товариства, вважаються такими, що публічну пропозицію не здійснювали та підлягають регулюванню як ПрАТ). Але НКЦПФР наполегливо продовжує регулювати все та всіх, хоча в біржовому реєстрі (лістингу) фондових бірж присутні майже винятково державні облігації, натомість кількість лістингових цінних паперів емітентів, відмінних від Міністерства фінансів України, щороку скорочується та має суто епізодичний характер. Велика частка недержавних цінних паперів, допущених до обігу на фондових біржах, є позалістинговими, а їх емітенти навряд чи і в майбутньому планують публічну пропозицію.

¹⁰⁵ Пункт 1 статті 7 Регламенту MAR: «В цілях цього Регламенту інсайдерська інформація містить у собі такі види інформації: а) інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного чи кількох емітентів або одного чи кількох фінансових інструментів, і яка у випадку її оприлюднення здійснювала би значний вплив на ціни таких фінансових

У примітці до статті 232¹ ККУ **спеціальними суб'єктами** прямо називаються посадові особи емітента, у тому числі ті, які були посадовими особами емітента на момент ознайомлення з інсайдерською інформацією; особи, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням ними трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань, незалежно від відносин з емітентом, у тому числі співробітники професійних учасників фондового ринку; державні службовці, яким відома інсайдерська інформація внаслідок виконання ними посадових (службових) обов'язків; особи, які ознайомилися з інсайдерською інформацією неправомірним шляхом; аудитори, нотаріуси, експерти, оцінювачі, арбітражні керуючі або інші особи, які виконують надані законом публічні повноваження.

Зрештою, визнаючи цих осіб спеціальними суб'єктами злочинів, передбачених статтею 232¹ ККУ, слід також враховувати їх визнання:

інструментів або на ціни відповідних похідних фінансових інструментів; b) відносно товарних деривативів – інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного чи кількох таких деривативів або що стосується безпосередньо відповідних контрактів на наявні товари, і яка у випадку її оприлюднення здійснювала би значний вплив на ціни таких деривативів або відповідних контрактів на наявні товари та, якщо мова йде про інформацію, розкриття якої розумно очікується або необхідне відповідно до законодавчих або регуляторних положень на рівні Європейського Союзу або на національному рівні, правилами ринку, договором, практикою або звичаєм, – на відповідні ринки товарних деривативів або на ринки наявних товарів; c) відносно дозволів на викиди або заснованих на них продуктів, що продаються з аукціонів, – інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або декількох таких інструментів, і яка у випадку її оприлюднення здійснювала би значний вплив на ціни таких інструментів або на ціни відповідних похідних фінансових інструментів; d) для осіб, уповноважених виконувати накази відносно фінансових інструментів, під інсайдерською інформацією розуміється також інформація, передана клієнтом або що стосується відкладених наказів клієнтів щодо фінансових інструментів, яка має точний характер, стосується прямо або опосередковано одного чи декількох емітентів або одного чи декількох фінансових інструментів і яка у випадку її оприлюднення здійснювала би значний вплив на ціни таких фінансових інструментів, на ціни відповідних контрактів на наявні товари або на ціни відповідних похідних фінансових інструментів.

а) службовими особами емітента, повноваження яких пов'язані з використанням (ознайомленням) з інсайдерської інформації;

б) іншими службовими особами, які мають будь-який доступ до інсайдерської інформації, але не пов'язані з діяльністю емітента; державними службовцями, які мають службові повноваження та обізнані завдяки ним в інсайдерській інформації; особи, яким інсайдерська інформація стала відома у зв'язку з вчиненням ними будь-якого порушення роботи фондового ринку або його учасників («спеціальний зміст» ознак суб'єкта тут можна пояснити певною «преюдиціальністю» правозастосовного акту, яким встановлено неправомірність використаного способу ознайомлення особи з інсайдерською інформацією або, іншими словами, неправомірність вчиненого нею порушення); будь-які особи, що на підставі закону наділені публічними повноваженнями та виконують їх у своїй діяльності (на підставі займаної посади).

Під **третіми та іншими особами** у статті 232¹ ККУ слід розуміти будь-яких фізичних чи юридичних осіб, крім службової особи, яка є суб'єктом злочину. Варто додати, що одержана третіми особами вигода (прибуток, уникнення збитків) може вважатися наслідком цього злочину лише у тому разі, коли буде доведено, що винний діяв в інтересах такої особи і його умислом охоплювалось одержання нею відповідної вигоди.

Законодавча вказівка на наслідки діяння у вигляді отримання прибутку або уникнення збитків у значному розмірі, а також заподіяння значної шкоди видається формально неправильно, що безумовно складає проблему кваліфікації. Насамперед змістове навантаження, яке закон надає зазначеним поняттям, не узгоджується з понятійним апаратом ККУ – використана термінологія є більш властивою цивільному чи господарському законодавству.

Шкода, з точки зору кваліфікації за статтею 232¹ ККУ, може охоплювати як пряму дійсну шкоду, так і неодержані доходи.

Суб'єктивна сторона розглядуваного злочину характеризується умисною або змішаною формами вини. Власне дії, незаконне використання інсайдерської інформації, завжди вчинюються умисно, а ставлення особи до зазначених у статті 232¹ ККУ наслідків може бути: а) умисним – щодо отримання прибутку або уникнення збитків у значних розмірах; б) умисним або необережним –

щодо заподіяння значної шкоди охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб.

Потерпілими від злочину, передбаченого статтею 232¹ ККУ, можуть визнаватися будь-які учасники фондового ринку, чії потреби та інтереси, гарантовані відповідними правами та свободами, передбаченими чинним законодавством України, не були задоволені в результаті вчинення якогось із злочинних діянь, що входять до об'єктивної сторони розглядуваного складу злочину. При цьому реалізація прав і свобод учасників фондового ринку відбувається в процесі їх взаємодії між собою на фондовій біржі.

Методика розслідування злочину, передбаченого статтею 232¹ ККУ, наведена у *Вставці 2.18*.

Вставка 2.18. Методика розслідування злочину, передбаченого статтею 232¹ ККУ.

1. Розслідування починається негайно після надходження та реєстрації заяви від потерпілого чи встановлення відомостей про вчинення злочину, передбаченого статтею 232¹ ККУ, та внесення відомостей до ЄРДР.

2. Кримінальне провадження за статтею 232¹ ККУ, відповідно до вимог статті 477 КПК України, є кримінальним провадженням у формі приватного обвинувачення, яке може бути розпочате слідчим, прокурором лише на підставі заяви потерпілого щодо кримінального правопорушення. Відтак кримінальне провадження за цією статтею може розпочинатися виключно на підставі заяви потерпілого.

3. Кваліфікація здійснюється з урахуванням конкретного способу злочинного посягання з незаконного використання інсайдерської інформації, що міститься у статті 232¹ ККУ: слідчий повинен зазначити конкретний спосіб незаконного використання інсайдерської інформації, встановлений цією статтею з урахуванням критеріїв визначення інсайдерської інформації, передбачених статтею 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

4. Слідчий проводить допит потерпілого на предмет з'ясування обставин, за яких йому заподіяно шкоду, або він зазнав збитків, у чому, на думку потерпілого, полягає шкода, яким є механізм визначення розміру та складових шкоди, яким чином завдано збитків, у чому вони полягають та які є документи у потерпілого для підтвердження цього.

5. При допиті потерпілого слідчий повинен з'ясувати характер та послідовність його правомірних дій на ринку, за яких відбулося спричинення шкоди, коло осіб, обізнаних у питаннях, про які йдеться у диспозиції статті 232¹ ККУ, що нею передбачено кримінальну відповідальність за незаконне використання інсайдерської інформації. Підлягає з'ясуванню спосіб, за допомогою якого, на думку потерпілого, вчинено злочин, які фінансові інструменти було задіяно виконавцем, хто є виконавцем, у яких стосунках з виконавцем перебуває потерпілий, чи було та в чому могло полягати пособництво, обставини часу та місця вчинення злочинного посягання.

6. З урахуванням того, що диспозицією статті 222¹ ККУ маніпулювання (через пункт 2 статті 10 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні») передбачено в одному зі сценаріїв маніпулювання й використання інсайдерської інформації, слідчий повинен з'ясувати, чи не мали місце при цьому дії з маніпулювання на фондовому ринку та чи не належить кваліфікувати такі дії за статтею 222¹ ККУ.

7. Слідчий отримує доступ до документів та речей НКЦПФР, що стосуються моніторингу, здійснюваного НКЦПФР, та можуть вказувати на обставини наявності ознак незаконного використання інсайдерської інформації.

8. За наявності підстав для вилучення документів і речей слідчий вилучає вказані речі та документи.

9. Слідчий проводить допит членів НКЦПФР на предмет виявлення обставин щодо наявності ознак незаконного використання інсайдерської інформації та щодо вчинення ними дій зі встановлення цих ознак, відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

10. З огляду на те, що здійснення злочину, передбаченого статтею 232¹ ККУ, априорі є можливим лише з використанням чинників діяльності фондової біржі, проведення експертизи для встановлення фінансово-економічного механізму здійснення злочинного діяння із застосуванням багаторівневого та складного механізму фондової біржі є обов'язковим.

11. Під час подання клопотання про призначення цієї експертизи слідчий повинен поставити запитання, за допомогою яких з'ясувати в експерта залежно від конкретного способу здійснення злочину, передбаченого статтею 232¹ ККУ, яка саме інсайдерська інформація була використана та чи могла така інформація вплинути на біржові ціни. При цьому слід урахувати стан і релевантність ринку, фактор free-float, фактичний режим діяльності публічної компанії (чи відповідає заявлений статус фактичному режиму діяльності як публічної компанії) – у випадку використання інформації про її фінансові інструменти, інших ринкових критеріїв, доведення яких є необхідним при кваліфікації дій за статтею 232¹ ККУ. Особливості актуального стану інституційних можливостей здійснення експертизи в цих питаннях висвітлені у § 2 глави 3. Відсутність інституційних можливостей проведення експертизи повинна мати своє розв'язання через альтернативні чинники, створення методик у режимі ad hoc тощо. У будь-якому випадку питання повинне бути обов'язково дослідженим та отримати своє розв'язання до завершення досудового слідства в цьому кримінальному провадженні.

12. Необхідним є проведення експертизи для встановлення розміру збитків потерпілого, незаконних прибутків/розміру збитків, яких уникла особа – професійний учасник фондового ринку або інша особа, в інтересах якої діяла винна особа, залежності від специфіки дій винної особи. При призначенні та проведенні експертизи слід урахувувати фактори, перелічені в пункті 11 цієї методики.

13. Слідчий забезпечує можливість щодо проведення експертизи потерпілому та/або стороні захисту, відповідно до

вимог, встановлених статтею 93 КПК України, та з дотриманням вимог статті 220 КПК України.

14. Враховуючи матеріальний склад злочину, підстави та спосіб відновлення прав потерпілого, слідчий зобов'язаний повідомити потерпілу особу про її процесуальні права щодо відновлення її матеріального стану, порушеного здійсненням злочину. Це передбачає пред'явлення в рамках кримінального провадження цивільного позову тощо.

15. Всі документи та обґрунтування щодо спричиненої матеріальної шкоди, отримані від потерпілої особи, слідчий долучає до матеріалів кримінального провадження.

16. Обов'язковими є допити потерпілого та його службових осіб.

17. Слідчий повинен здійснити виїмку документів, які містять дані про службові обов'язки службової особи професійних учасників фондового ринку, що були причетні до кримінального правопорушення.

18. Слідчий повинен встановити конкретне коло службових обов'язків, які мають службові особи професійного учасника фондового ринку, який отримав прибуток, чи не зазнав збитків, чи належить до їхніх обов'язків можливість впливати у незаконний спосіб на ціни шляхом незаконного використання інсайдерської інформації.

19. Слідчий повинен з'ясувати інформацію щодо умислу щодо вчинення злочину, обставини місця, часу та способу вчинення злочину, чи було злочин вчинено за співучасті інших осіб, у якій ролі вони виступали, та які саме дії з пособництва вчинили.

20. Негайно після встановлення особи підозрюваного слідчий у порядку, встановленому статтею 278 КПК України, повинен вручити зазначеній особі повідомлення про підозру, провести допит в якості підозрюваного.

21. Слідчий на підставі ухвали слідчого судді проводить обшук у житлі чи іншому володінні особи з метою виявлення

знарядь вчинення злочину, інших речей, за допомогою яких було здійснено злочинне посягання.

22. Якщо кримінальне провадження стосується частини 1 статті 232¹ ККУ, то слідчий роз'яснює потерпілому, підозрюваному, обвинуваченому їхні права укласти угоду про примирення між потерпілим і підозрюваним чи обвинуваченим, відповідно до статті 469 КПК України.

23. Після проведення інших обов'язкових дій слідчий приймає процесуальне рішення відповідно до статті 284 КПК України або здійснює відкриття матеріалів кримінального провадження, складає обвинувальний акт і направляє матеріали кримінального провадження прокурору.

2.7.2. Стаття 163⁹. Незаконне використання інсайдерської інформації (КУпАП)

Умисне незаконне розголошення, передача або надання доступу до інсайдерської інформації, а так само надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), а також вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, – тягне за собою накладання штрафу від п'ятисот до семисот п'ятдесяти неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Примітка. Під особами, які вчинили дії, передбачені цією статтею, розуміється: посадові особи емітента, у тому числі ті, які були посадовими особами емітента на момент ознайомлення з інсайдерською інформацією; особи, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням ними трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань, незалежно від відносин з емітентом, у тому числі співробітники професійних учасників фондового ринку; державні службовці, яким відома інсайдерська

інформація внаслідок виконання ними посадових (службових) обов'язків; особи, які ознайомилися з інсайдерською інформацією неправомірним шляхом; аудитори, нотаріуси, експерти, оцінювачі, арбітражні керуючі або інші особи, які виконують надані законом публічні повноваження.

Аспект щодо можливої конкуренції зі статті 222¹ ККУ докладно висвітлено у § 6 глави 2. При розмежуванні статті 163⁹ КУпАП та 232¹ ККУ слід враховувати, що в частині 1 статті 163⁹ КУпАП описані лише протиправні дії посадової особи учасника фондового ринку, які не тягнуть за собою наслідків, пов'язаних з отриманням прибутку чи уникненням шкоди, ані якихось інших шкідливих наслідків. Натомість стаття 232¹ ККУ має матеріальний склад. Відмінними є також ознаки суб'єкта адміністративного правопорушення (яким є «посадова особа учасника фондового ринку»), а також суб'єкта злочину («службова особа учасника фондового ринку»). Решта елементів є тотожними.

Спільними (такими, що співпадають) ознаками складів злочинів, закріплених у частині 1 і частині 2 статті 232¹ ККУ, та складу адміністративного правопорушення, передбаченого статтею 163⁹ КУпАП, слід вважати також ознаки спеціальних суб'єктів.

2.7.3. Стаття 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів (пункт 12 частини 1)

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку застосовує до юридичних осіб фінансові санкції за:

...12) умисне незаконне розголошення, передачу або надання доступу до інсайдерської інформації (крім розкриття інсайдерської інформації в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших випадках, передбачених законом), а так само надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), а також вчинення з використанням інсайдерської

інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, – у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних у результаті цих дій.

За ті самі дії, вчинені повторно протягом року, – у розмірі від п'ятдесяти до ста тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі від ста п'ятдесяти до трьохсот відсотків до прибутку (надходжень), одержаних у результаті цих дій.

Зазначена фінансова санкція є самостійним видом відповідальності, що застосовується до юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів.

На відміну від адміністративної та кримінальної відповідальності в цьому випадку суб'єктом правопорушення на ринку цінних паперів є юридична особа.

Механізми вчинення правопорушення на ринку цінних паперів є тотожними наявним у складах кримінально та адміністративно караних правопорушень.

Водночас, правопорушення на ринку цінних паперів, за які застосовуються фінансові санкції, передбачені абзацом 1 та 2 пункту 12 частини 1 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», може мати як формальний склад, з санкцією у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян, і в цьому випадку є не обов'язковим доведення факту отримання учасником фондового ринку (юридичною особою) прибутку (надходжень), так і матеріальний склад, з санкцією у розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних у результаті цих дій, і в цьому випадку при застосуванні фінансових санкцій орган, що застосовує фінансові санкції, повинен довести факт отримання учасником фондового ринку (юридичною особою) зазначеного прибутку (надходжень). При цьому у випадку, коли фінансова санкція застосовується у розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних у результаті цих дій, обов'язковим є не тільки доведення та фіксація на доказовому рівні механізму вчинення

§ 8. Доктринальна та правова якість інститутів кримінального права, пов'язаних із застосуванням відповідальності за зловживання на ринках капіталів в Україні 285

правопорушення за одним з конкретних передбачених пунктом 12 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» сценаріїв протиправної поведінки, але й доведення та фіксація на доказовому рівні причинно-наслідкового зв'язку між такими діями та отриманням учасником фондового ринку (юридичною особою) зазначеного прибутку (надходжень). Те саме стосується й санкцій, передбачених абзацом 3 та 4 пункту 12 частини 1 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

У цілому коментар до статті 232¹ ККУ, статті 163⁹ КУпАП та пункту 12 частини 1 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів України» виявив очевидні невирішені питання якості кримінального законодавства, законодавства про адміністративні правопорушення та законодавства про правопорушення на ринку цінних паперів, позначив контраверсійність їх положень і відповідну ускладнену цією обставиною складність інтерпретації. Ці питання без шкоди для утилітарного розуміння коментованих статей 232¹ ККУ, 163⁹ КУпАП та пункту 12 частини 1 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів України» розв'язуються у § 8 глави 2.

§ 8. Доктринальна та правова якість інститутів кримінального права, пов'язаних із застосуванням відповідальності за зловживання на ринках капіталів в Україні

2.8.1. Загальна характеристика інституту кримінальної відповідальності за зловживання на ринку.

Питання доктринальної якості інституту кримінальної відповідальності за зловживання на ринку, що дозволяє здійснювати правозастосовну функцію, гостро постало вже на етапі його включення до тіла національного законодавства (див. § 2 глави 2). І наразі, перед здійсненням імплементації європейського законо-

давства, саме час розставити крапки над «і» в цьому питанні, адже є всі підстави вважати, що норми про маніпулювання ринком та використання інсайдерської інформації в тому сенсі, в якому вони вжиті у національному українському законодавстві, не відображають істинний зміст, закладений в цьому інституті. Водночас інститут зловживань ринком має свою абсолютно виокремлену природу. Наразі не можна стверджувати, що він становить аж настільки непізнаний об'єкт, що при складанні заборонної норми можливе недотримання принципу точності кримінального закону. Навпаки, історія походження та застосування інституту кримінальної відповідальності за зловживання на ринках капіталів свідчить про абсолютно конкретну вимірюваність закладених у нього понять, змістовних та якісних складових, залежних від особливостей лише правової системи, в якій застосовується цей інститут.

Проблеми інституту відповідальності за зловживання на ринку капіталів отримали певний аналіз у сучасній юридичній літературі¹⁰⁶, але накопичені старі проблеми та ті, що з'являються

¹⁰⁶ Блахньо-Пажих А. Закони не діють у порожнечі, на їх тлумачення впливає багато чинників. *Юридична газета*. 2018. 9 жовтня. № 41(643). С. 28; Гацелюк В. О. Ризики банкетного способу визначення ознак об'єктивної сторони складу злочину (в контексті криміналізації маніпулювання на фондовому ринку). *Кримінальний кодекс України: 10 років очікувань: тези доповідей та повідомлень учасників Міжнародного симпозиуму, 23-24 вересня 2011 р.* Львів: ЛьДУВС, 2011. С. 103–107; Глібко С. В., Шовкопляс Г. М., Ониськів І. О. Актуальні питання правового регулювання ринків фінансових послуг в Україні: монографія. Харків: Право, 2016. С. 148–150; Дудоров О. О., Мазур М. В. Реалізація принципу верховенства права при застосуванні закону про кримінальну відповідальність: постановка проблеми, міжнародний і зарубіжний досвід. *Юридичний науковий електронний журнал*. 2017. № 5. С. 129–140. URL: http://www.lsej.org.ua/5_2017/36.pdf; Дудоров О., Старовойтова Ю. Інсайдерські зловживання під заборною кримінального закону: предмет злочину, передбаченого статтею 232-1 КК України. *Підприємництво, господарство і право*. 2008. № 7. С. 106–111; Каменський Д. В. Шахрайські посягання на фондові ринки України та США: підстави, ознаки та форми притягнення до кримінальної відповідальності. *Юридичний науковий електронний журнал*. 20.06.2018. № 4/2014. URL: http://www.lsej.org.ua/4_2014/46.pdf; Коляденко В. М. Маніпулювання на фондовому ринку. С. 110–115; Клименко К. В. Особливості боротьби з маніпулюванням та фіктивними емітентами на фондовому ринку України в контексті євроінтеграції. *Наукові праці НДФІ*. 2016. № 1. С. 107–125. Користін О. Є., Ключко В. М. Криміналізація порушень, пов'язаних з професійною діяльністю на фондовому ринку. *Митна справа*. 2014. № 1. Ч. 2. Книга 1. С. 163–169; Рябова А. Ю., Савюк Л. К.

в швидкоплинних законотворчих процесах, потребують додаткової уваги.

Зловживання на ринках капіталів є одним з новостворених інститутів *acquis EC*¹⁰⁷, який у сучасному вигляді бере свій початок з Директиви MAD I, і включає маніпулювання ринком (*market manipulation*) та незаконне використання інсайдерської інформації (*insider dealing*). Водночас зобов'язання України з імплементації *acquis EC* потребують того, щоб наблизити статус та зміст кримінальних санкцій за зловживання ринком до вимог чинної вже сьогодні Директиви MAD II та регламенту MAR.

Порушуючи питання про інститут зловживання ринком та аналізуючи його доктринальну якість у національному українському законодавстві, маємо ще раз звернутися до історії появи цього інституту та його первісного й незмінного функціонального змісту та достеменно розібратися у природі досліджуваного явища. Це також є необхідним, з точки зору розуміння вимог, яких слід дотримуватися при здійсненні імплементації (які мають бути включенні до українського законодавства). У цьому аспекті, на нашу думку, необхідним є розуміння та дотримання правової доктрини, яка в утилітарному розумінні слугує, власне, фундаментом цього законодавства, є уніфікуючою його основою. Яку, до речі, не слід плутати з подекуди невдалими змістовним наповненням законів.

Уголовно-правовое регулирование рынка ценных бумаг: монография. Москва: Юрлитинформ, 2014. 192 с.; Кашкаров О. О. Кримінально-правова характеристика злочинів у сфері випуску та обігу цінних паперів: дис... канд. юрид. наук. Харків: Харківський національний ун-т внутрішніх справ, 2006. 219 с.; Тertiшник В. М., Кошовий О. Г. Доктринальні проблеми відповідальності за зловживання на фондовому ринку. *Підприємництво, господарство і право*. 2018. № 6. С. 283–288; Тertiшник В. М., Кошовий О. Г. Проблеми юридичної визначеності та конкуренції правових норм щодо зловживань на фондовому ринку. *Європейські перспективи*. 2018. № 2. С. 140–146; Тertiшник В. М., Сачко О. В., Кошовий О. Г. Принципи права в інтегративній доктрині вдосконалення кримінального законодавства. *Актуальні проблеми вітчизняної юриспруденції*. 2018. № 3. Вип. 3. С. 66–70; Тertiшник В. М., Кошовий О. Г. Проблеми юридичної визначеності інститутів протидії зловживанням на фондовому ринку. *Наше право*. 2018. № 2. С. 62–69.

¹⁰⁷ Glossary of summaries: ACQUIS. URL: <https://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/acquis.html>.

Як уже зазначалося (див. § 2 глави 1), поява інституту зловживань ринком у сучасному вигляді та розумінні пов'язана з наслідками діяльності комісії з вивчення причин біржової кризи, ініційованої президентом США Г. Гувером та очолюваної відомим американським юристом Ф. Пекорою. Саме за результатами розслідування цієї комісії, що відобразилося у 20 томах з 12 тис. сторінок, у законодавстві США з легкої руки Президента США Ф. Рузвельта та стараннями друга президента – гарвардського професора права Ф. Франкфуртера в американському законодавстві з'явився інститут зловживань ринком.

Звернемо увагу на той факт, що підставою для притягнення відповідальності за маніпулювання є саме розділ, який присвячений шахрайству на фондовому ринку – section 17 Закону про цінні папери (Securities Act).

У цьому контексті, коли йдеться про маніпулювання ринком, зазначається, що практична неможливість визначення точного розміру збитку від подібних махінацій й інші, нерідко нездоланні, складнощі при доведенні інших ознак шахрайства спонукали законодавців (спочатку в США, а потім і в європейських країнах) передбачити кримінальну відповідальність за маніпулювання ринком як за самостійний злочин¹⁰⁸. Дійсно, комісія Пекори, так би мовити, зробила висновки постфактум, тобто після скоєного. А причиною стала саме неможливість, насамперед інституційна, чинного на той час законодавства притягти шахраїв з фондового ринку до відповідальності. Натомість завдяки прийнятим законам, що врегулювали на інституційному рівні питання захисту від шахрайства на фондовій біржі, вдалося конкретизувати аспекти відповідальності за злочини з маніпулювання ринком (market manipulation) та незаконного використання інсайдерської інформації (insider dealing), довівши їх до рівня *nullum crimen sine lege certa*¹⁰⁹.

Сьогодні, з урахуванням шахрайської специфіки зловживань на ринку, яка вочевидь є фундаментом цього злочину у його негативному сенсі, аналізуючи інститут зловживання ринком, насам-

перед, маємо з'ясувати, чи захищає він від штучного контролю за цінами та чи відповідає критеріям спеціалізації норм щодо захисту від шахрайства, скоєного на фондовій біржі, чи відповідає він не тільки принципів *nullum crimen sine lege*¹¹⁰, але й більш деталізованому та застосовуваному в європейських країнах принципів *nullum crimen sine lege certa*.

У загальноприйнятому розумінні правовою доктриною є зумовлена духовним і інтелектуальним розвитком, станом моральності та політико-правовою культурою суспільства цілісна та гармонічна система принципів, поглядів, уявлень, ідей, концепцій і модельних норм щодо права в цілому та окремих його галузей та інститутів, які виступають теоретичним стрижнем і концептуальною основою державотворчої, правотворчої, правозастосовної діяльності та діяльності тлумачення права.

Доктрина відповідальності за зловживання на ринку капіталів має сформувати інтегративну систему знань, поглядів, уявлень, концепцій і рекомендацій щодо формування ефективних інститутів юридичної відповідальності за зловживання на ринку капіталів та їхнього тлумачення. Такі доктринальні напрацювання мають забезпечити відповідність цього інституту системі наявних принципів права у цілому та принципам верховенства права, юридичної визначеності, пропорційності зокрема, сформувати теоретичну модель цього інституту та його окремих норм, з тим, щоб вони були узгоджені з іншими нормами права, мали належну юридичну визначеність, необхідну для ефективного правозастосування.

З метою аналізу та для цілей розвитку доктрини відповідальності за зловживання на ринку капіталів доцільно більш широко використати міжнародний досвід правотворення з цих питань, більш глибоко застосовувати загальнонаукові методи аналізу, синтезу, моделювання, методи логіко-структурного аналізу, методи, що використовуються на теоретичному рівні дослідження (ідеалізація, системно-структурний аналіз, сходження від абстрактного до конкретного, аксіоматичний метод тощо), а також порівняльно-правові методи дослідження проблеми.

¹⁰⁸ Качество уголовного закона: проблемы Особенной части: монография / Отв. ред. Рарог А. И. Москва: Проспект. 2017. 384 с.

¹⁰⁹ Немає покарання без точного закону (лат.).

¹¹⁰ Немає покарання без закону (лат.).

Ефективність застосування інститутів відповідальності за зловживання на ринку капіталів насамперед потребує точності кримінально-правової кваліфікації діянь учасників ринку, яка потребує точності самого кримінального закону, повноти і чіткості у визначенні в законі усіх елементів складу злочину, а в разі застосування бланкетної диспозиції, чіткого посилання на окремих закон, його узгодженості з конституційними приписами та системою норм кримінального права – всі чинники повинні відповідати принципіві *nullum crimen sine lege certa*.

2.8.2. Бланкетний спосіб викладення норм, що встановлюють кримінальну відповідальність за зловживання на ринках капіталів

Перед тим, як перейти до дослідження змісту норм, насамперед слід звернути увагу на форму їх викладення. В обох випадках: і коли йдеться про маніпулювання на фондовому ринку, і про незаконне використання інсайдерської інформації, маємо справу з бланкетними диспозиціями, тобто для розуміння того, що власне, є злочинами, маємо звертатися до іншого законодавства.

Визначаючи диспозицію статті 222¹ ККУ, для встановлення «ознак маніпулювання на фондовій біржі» маємо звертатися до «закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів». Відсутня конкретна норма, яка врегульовує питання кримінально-правової охорони та взагалі законодавець залишає без відповіді навіть питання назви «закону». При цьому з метою правозастосування маємо робити припущення, що цим законом є Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Визначаючи диспозицію статті 232¹ ККУ, законодавець взагалі не розкриває ключове для цієї статті поняття «інсайдерська інформація» та не зазначає, яким конкретним законодавством це питання кримінально-правової охорони має врегулюватися, обсяг повноважень того, хто та на якій підставі це має здійснювати. З метою правозастосування маємо припускати існування іншого законодавства, яке врегульовує обсяги та зміст інсайдерської інформації.

§ 8. Доктринальна та правова якість інститутів кримінального права, пов'язаних із застосуванням відповідальності за зловживання на ринках капіталів в Україні 291

Аналізуючи обидва склади злочинів на предмет дотримання через бланкетний спосіб викладення вимог законодавства, звернемося до загальноновизнаних недоліків бланкетних способів правотворення, якими є: а) складність аналізу та з'ясування чинності таких норм в просторі, часі та щодо конкретних осіб; б) наявні суперечливості базових кримінально-правових норм з приписами окремих законодавчих актів, що містять бланкетні положення, необхідні для застосування основних норм кримінального права; в) нерідкі зміни приписів бланкетно викладених норм у швидкоплинних реформаторських процесах, які створюють додаткові проблеми їхнього аналізу та тлумачення, зокрема залежно від їх обтяжуючого чи пом'якшуючого характеру; г) формування положень спеціальних законів без врахування доктрини та системи норм кримінального права, а самі такі закони, насамперед, що регламентують діяльність на ринку капіталів, об'єктивно наповнені спеціальними англійськими термінами та, вже суб'єктивно, не завжди забезпечене їх однозначне розуміння й правильне застосування; д) наявна конкуренція бланкетних норм як з нормами адміністративного, так і кримінального права; е) складність забезпечення дотримання принципу юридичної визначеності, достатньою мірою необхідного для застосування норм кримінального права з урахуванням його принципів і своєрідного доктринального характеру.

В аспекті бланкетного характеру викладення норм кримінального права не можна не звернути увагу на те, що згідно зі статтею 2 ККУ «підставою кримінальної відповідальності є вчинення особою суспільно небезпечного діяння, яке містить склад злочину, передбаченого цим Кодексом», а згідно зі статтею 3 ККУ, «злочинність діяння, а також його караність та інші кримінально-правові наслідки визначаються тільки цим Кодексом». У буквальному сенсі, за такої формули закону усі елементи складу злочину мають бути визначені в нормах ККУ. На це звертає увагу й Конституційний Суд України в рішенні від 19.04.2000 р. у справі про зворотню дію кримінального закону в часі¹¹¹, визнаючи, що

¹¹¹ Рішення Конституційного Суду України у справі за конституційним поданням 46 народних депутатів України щодо офіційного тлумачення положень

«Положення статті 58 Конституції України з урахуванням вимог пункту 22 частини першої статті 92 Конституції України треба розуміти так, що виключно законами України визначаються діяння, які є злочинами, та встановлюється кримінальна відповідальність за їх вчинення. Такі закони мають зворотну дію в часі у випадках, коли вони пом'якшують або скасовують кримінальну відповідальність особи».

При всій існуючій деталізації багатьох правовідношень у різних актах законодавства в розгалуженій правовій системі держави використання бланкетного способу навіть у питаннях кримінального права є вимушеним але необхідним кроком, що дозволяє встигати за динамікою змін. Проте зауважимо, що питання кримінально-правової охорони має й зворотний бік: дотримання прав тих, хто притягається до кримінально-правової відповідальності. Питання якості кримінальних норм має бути вирішене в будь-якому випадку за рахунок використання доступних інструментів конкретизації.

При здійсненні кваліфікації за статтею 222¹ ККУ в аспекті використання законодавства, яке (маємо припускати) повинно застосовуватися, постає багато питань, що не отримують відповідей з точки зору доказового права.

Навіть якщо через припущення про необхідність застосовувати інший закон звернемося до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р., то на ключове питання диспозиції про те, що є «ознаками маніпулювання на фондовій біржі», відповіді не знайдемо. Натомість у цьому Законі у статті 10¹ є субститут у вигляді «маніпулювання **цінами** на фондовому ринку». Наведений перелік з восьми випадків юридично значущої (в негативному сенсі) поведінки (сценаріїв маніпулювання) (Про такі сценарії докладніше йшлося в § 5 глави 2).

Відсутність визначеної норми конкретного закону, яка б поза розумним сумнівом врегулювала б питання кримінально-правової охорони, не дозволяє відповісти на питання винуватості за

статті 58 Конституції України, статей 6, 81 Кримінального кодексу України (справа про зворотну дію кримінального закону в часі). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v006p710-00>.

конкретним складом злочину. Власне, встановити та реконструювати конкретну диспозицію забороненої поведінки не вбачається за можливе саме через дефект форми кримінально-правової норми.

Проблеми якості при визначенні диспозиції статті 232¹ ККУ пов'язані, насамперед, з відкритим наразі питанням щодо використання бланкетного способу викладення кримінально-правових норм у інших актах законодавства чи нормативно-правових актах та відповідно до статті 3 ККУ зазначати злочинність діяння, а також його караність та інші кримінально-правові наслідки тільки цим Кодексом.

Залишення в ККУ поза увагою законодавця ключового поняття «інсайдерська інформація» постає проблемою кваліфікації на підставі невідповідності принципам кримінального законодавства. Одночасно залишається питання дії в часі, оскільки інший акт, яким врегульовується питання обсягу поняття «інсайдерська інформація», і яким, маємо припустити, повинний наразі бути Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», може прийматися, змінюватися, скасовуватися, не будучи узгодженим з ККУ ні в часі дії, ні щодо кола осіб, залишаючи без відповідей питання точності кримінального закону, яким встановлюється кримінальна відповідальність.

Відповідно до статті 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»: «1. Інсайдерська інформація – неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі, якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів і похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених цим Законом. 2. Інформація щодо оцінки вартості цінних паперів та/або фінансово-господарського стану емітента, якщо вона отримана виключно на основі оприлюдненої інформації або інформації з інших публічних джерел, не заборонених законодавством, не є інсайдерською інформацією. 3. Інформація не вважається інсайдерською з моменту її оприлюднення відповідно до закону».

Водночас, як вже зазначалося у розділі V Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», який має назву «Розкриття

інформації на фондовому ринку», крім поняття «інсайдерська інформація», що міститься у статті 44 Закону, містить також поняття «регулярна інформація про емітента» (статті 40 та 401) та «особлива інформація про емітента» (стаття 41). Останні, на відміну від «інсайдерської інформації», докладно розкриті в Законі. Про співвідношення цих понять залишається лише здогадуватись, яка саме інформація, що підлягає оприлюдненню, є інсайдерською.

Не додає розуміння й оціночний термін «істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних». У § 4 глави 2 приведений цілий набір термінів, що спрямовані на визначення цінних орієнтирів і наведений докладний аналіз щодо їх кількісного або хоча б відносного значення. Необхідно зазначити, що поняття «істотний вплив», використане при зазначенні того, що є інсайдерською інформацією, лише доповнює цей набір. Зауважимо також, що протягом достатньо тривалого часу з метою визначення інформації, яка є інсайдерською, діяло Рішення ДКЦПФР від 21.11.2006 р. № 1344 «Про визначення інформації, яка належить до інсайдерської», скасоване 29.05.2012 р. Рішенням НКЦПФР № 752 у зв'язку з прийняттям Закону України від 22.04.2011 р. № 3306-V «Про внесення змін до деяких законодавчих актів щодо інсайдерської інформації». Це рішення мало практичне значення й пропонувалося для застосування у правозастосовній практиці, навіть незважаючи на критичне до нього ставлення: «На результативність кримінально-правової протидії інсайдерським зловживанням у сучасних умовах негативним чином впливає зокрема та обставина, що у прийнятому у порядку делегування повноважень законодавцем рішенні ДКЦПФР від 21.11.2006 р. № 1344 «Про визначення інформації, яка належить до інсайдерської» фігурує занадто вузький перелік відповідних відомостей»¹¹².

Таке «різноманіття підходів», що виникло через бланкетний спосіб правотворення, у тлумаченні та правозастосуванні свідчить про недосконалість інституту insider dealing у кримінальному за-

конодавстві України внаслідок порушення принципу *nullum crimen sine lege certa*.

Ті самі заперечення щодо якості викладення стосуються рівною мірою й якості викладення у бланкетний спосіб статті 163⁹ «Незаконне використання інсайдерської інформації» КУпАП.

Для порівняння наведемо приклад того, як, у який спосіб, поняття «інсайдерської інформації» викладено у європейському законодавстві – виключно на рівні законодавчого акту, що безпосередньо встановлює мінімальні вимоги до кримінальних санкцій: у змісті статті 7з1 по 4 пункти Регламенту MAR. Відповідно до нього, під інсайдерською інформацією в цій статті слід розуміти: а) інформацію *точного* характеру, яка не була оприлюднена, що відноситься прямо або опосередковано до одного або кількох емітентів або до одного або кількох фінансових інструментів, і яка в разі її оприлюднення надавала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів або на ціни відповідних похідних фінансових інструментів; б) щодо товарних деривативів – інформацію *точного* характеру, яка не була оприлюднена, що відноситься прямо або опосередковано до одного або декількох таких деривативів або відноситься безпосередньо до відповідних спотових контрактів, і яка в разі її оприлюднення надавала б значний вплив на ціни таких деривативів або відповідних спотових контрактів; в) щодо дозволів на викиди або заснованих на них продуктів, що продаються з аукціонів, – інформацію *точного* характеру, яка не була оприлюднена, що відноситься прямо або опосередковано до одного або декількох таких інструментів, і яка в разі її оприлюднення надавала б значний вплив на ціни таких інструментів або на ціни відповідних похідних фінансових інструментів; г) для осіб, уповноважених виконувати накази щодо фінансових інструментів – інформацію, передану клієнтом або, що відноситься до відкладених наказів клієнтів щодо фінансових інструментів, яка має точний характер, відноситься прямо або опосередковано до одного або кількох емітентів або до одного або декількох фінансових інструментів і яка в разі її оприлюднення надавала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів, на ціни відповідних спотових контрактів або на ціни відповідних похідних фінансових інструментів.

¹¹² Дудоров О. О. Про місце бланкетної диспозиції кримінально-правової заборони у конкретизації змісту складу злочину. Тези наукової конференції: «Склад злочину: проблемні питання». *Вісник Академії адвокатури України*. 2009. № 1(14). С. 258.

Наведена низка дефектів форми при застосуванні бланкетного способу викладення норм про «незаконне використання інсайдерської інформації» позбавляє можливості її застосування через ризик порушення прав осіб, що притягаються як до кримінальної, так і до адміністративної відповідальності.

З урахуванням цього, на питання, чи може бути дотримано точність при кримінально-правовій кваліфікації дій за статтею 232¹ «Незаконне використання інсайдерської інформації» та статтею 222¹ «Маніпулювання на фондовому ринку» ККУ, маємо відповісти негативно.

В аспекті якості використання у статті 222¹ ККУ бланкетного способу викладення диспозиції маємо дійти невтішного висновку про те, що вирішення питання кримінально-правової кваліфікації дій щодо відповідності встановленому диспозицією статті 222¹ ККУ забороненому сценарію поведінки є неможливим через власне неможливість реконструкції з фрагментів різних законів самого забороненого сценарію поведінки.

2.8.3. Якісно-змістовний аналіз викладення норм, що встановлюють кримінальну відповідальність за зловживання на ринках капіталів

Як зазначено у § 2 глави 2, кримінальна відповідальність за зловживання на фондовому ринку є порівняно новим інститутом кримінального права в Україні. При цьому законодавець внаслідок очевидно спеціального характеру норм статей 222¹ і 232¹ ККУ відносить до неї всі види шахрайства і зловживань на фондовій біржі. Проте в Україні нерозвиненість інституту відповідальності за зловживання на ринку (у питаннях юридичної визначеності понять, наявності та застосування методик розслідування, методичної та кадрової забезпеченості проведення судової експертизи (див. § 2 глави 3) створює широке підґрунтя для використання подвійних стандартів при його застосуванні та не сприяє довірі до регулятора ринку, який, скоріше, за умовчанням, призначений законодавцем для опосередкованої участі як нормотворець деяких аспектів кримінально-правових норм.

Для ефективного функціонування фондового ринку вирішальне значення має довіра до ринку як механізму оцінки вартості компаній, а також механізму оптимального обміну фінансовими інструментами. Тому належне виявлення та боротьба зі зловживаннями на фондовому ринку є важливими не тільки через необхідність реагувати на конкретні прояви, які негативно впливають на ринок, але й мають значення для побудови суспільної довіри до ринку. Втрата довіри могла б спричинити пошук учасниками ринку інших способів залучення капіталу та його інвестування, а отже, призвела б до порушення стабільності¹¹³.

Доповнюючи Законом України від 21.04.2011 р. № 3267 ККУ статтею 222¹ «Маніпулювання на фондовому ринку» законодавець не чітко, із застосуванням розпливчатих дефініцій і юридичних фікцій, зробив спробу сформулювати спеціальний склад злочину, визначаючи таке:

«Умисні дії службової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів, що призвели до отримання професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах, або уникнення такими особами збитків у значних розмірах, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб...».

По-перше, у кримінальному судочинстві особа притягається до відповідальності не за наявність в її діях «ознак злочину» (в цьому контексті «ознак маніпулювання»), а за наявність в її діях конкретного достатньою мірою чітко визначеного в законі складу злочину. При цьому важливо, щоб викладена об'єктивна сторона складу злочину (в цьому випадку необхідних і достатніх елементів складу «маніпулювання») давала б можливість чіткого відмежування злочинних дій від незлочинних.

¹¹³ Блахньо-Пажих А. Закони не діють у порожнечі, на їх тлумачення впливає багато чинників. *Юридична газета*. № 41, 08.10.2018. URL: <http://jur-gazeta.com/interview/zakoni-ne-diyut-u-porozhnechi-na-yih-tlumachennya-vplivae-bagato-chinnikiv.html>.

Розпливчатим і недостатньо визначеним для належного здійснення правозастосовної практики, а деякою мірою нелогічними є словосполучення «ознаки маніпулювання на фондовій біржі», що тягне за собою ризик спричинити низку проблем у процесі застосування означеної норми.

Термін «маніпулювання» походить від латинського слова «manipulare» та означає «управляти», «управляти зі знанням справи» тощо, а його первинний зміст містить дії як позитивного характеру, так і може охоплювати діяння негативного характеру, включаючи різні «махінації». Закон не дає чітких розмежувань «позитивних» маніпуляцій від суспільно-небезпечних, а тим самим кримінально чи адміністративно караних «махінацій» або дій, що тягнуть за собою фінансові санкції, змішуючи усі діяння в «ознаки маніпулювання», ознаки якого не розкриває (див. докладно § 3–5 глави 2). Імовірно є ситуація, коли до відповідальності за формальними ознаками може притягатись особа, яка вчинила суспільно корисні дії або яка діяла в інтересах держави.

По-друге, закон має закріплювати такі ознаки злочинних дій, які є об'єктивно вираженими та можуть бути встановлені «поза розумним сумнівом», а не з певним ступенем вірогідності чи ймовірності.

Не усувають ознак очевидних юридичних фікцій і приписи статей 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», відповідно до визначень якого «маніпулюванням цінами на фондовому ринку» є, наприклад: «здійснення або **намагання здійснити операції** чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, які надають або **можуть надавати уявлення щодо поставки**, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності, та вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб і призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок».

Концепти закону – «намагання» в реальності можуть не мати об'єктивного прояву, а перебувати на рівні «замислу» чи «плану», тобто у сфері суб'єктивного і недосяжного для сприйняття та фіксування. Недосяжними для судового аналізу можуть стати також хибно створені у когось уявлення, які значною мірою залежать не

тільки від одного професійного учасника ринку цінних паперів, який пропонує фінансові інструменти, але й від іншого учасника, який має намір щось придбавати із запропонованого, тобто і від суб'єктивних (розумових) процесів того, хто «уявляє».

В аналогічний спосіб була викладена і стаття 163⁸ КУпАП «Умисні дії посадової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів, тягнуть за собою накладання штрафу від ста до п'ятисот неоподатковуваних мінімумів доходів громадян».

Спроба встановлення кримінальної відповідальності за «маніпулювання на фондовому ринку», так само як і адміністративної відповідальності, виявилася невдалою та не забезпечила ефективності юридичної практики щодо протидії негативним тенденціям у сфері ринкових відносин. Це було пов'язано як зі складністю самого правовідношення – дій на ринку, який має відповідні специфічні механізми діяльності, правила та запобіжники, так і недотриманням доктринальних підходів, принципів права та забезпечення чіткої юридичної визначеності новоствореного інституту кримінального права.

У правозастосовній практиці практично неможливо буде зібрати належну систему допустимих доказів, які без сумніву або «поза розумним сумнівом» зможуть підтвердити «намагання здійснити операції», які можуть «надавати уявлення», оскільки намагання можуть не мати об'єктивного прояву, а перебувати на рівні «замислу» чи «плану», тобто в сфері суб'єктивного, рівно як і хибно створені у когось уявлення, які залежать значною мірою від суб'єктивних процесів того, хто «уявляє».

Не додає чіткої юридичної визначеності й фразеологізм закону: такими мають бути діяння, «що призвели до отримання професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах, або уникнення такими особами збитків у значних розмірах, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб». Відповідно до розпливчатого словосполучення, учасник фондового ринку за формально означени-

ми в законі приписами має нести кримінальну відповідальність, навіть, якщо своїм «маніпулюванням» спричинив «значну шкоду» самому собі або навіть якщо його дії були спрямовані на «уникнення такими особами збитків».

Свобода у цілому і свобода ринкових відносин зокрема полягає в тому, що людина може робити все, що не заборонено законом. Встановлюючи відповідальність за певні дії, законодавець мав би, по-перше, сформулювати ознаки суспільної небезпечності певних дій, по-друге, визначити, що саме заборонено, по-третє, чітко і зрозумілою мовою, достатньою для диференціації того, що не заборонено та не дозволено, вказати, порушення яких саме заборон тягне кримінальну або адміністративну відповідальність. Недотримання цих вимог показує на недотримання принципу юридичної визначеності, перетворює норми закону в юридичну фікцію.

Як уже зазначалось, стаття 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», дає визначення, що маніпулювання цінами на фондовому ринку є: «5) неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів у власних інтересах чи за рахунок одного і того ж клієнта, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець і покупець одного й того ж фінансового інструменту за однаковою ціною в однаковій кількості або **які не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети** хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів), а також надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансовим інструментом, під час яких покупець і продавець діють в інтересах клієнта».

Жодне з понять, застосованих у статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», не містить вичерпного фіксованого змісту: «очевидний економічний сенс», «очевидна законна мета», «ціна цінного папера, яка не відповідає дійсності», «поставка, придбання цінного папера, яка не відповідає дійсності», «інші ціни, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок», «намагання здійснити операції», «операція», «встановлення ціни», «ціна»/«ціни», «перед закриттям торговельної сесії», «значне збільшення або зниження

§ 8. Доктринальна та правова якість інститутів кримінального права, пов'язаних із застосуванням відповідальності за зловживання на ринках капіталів в Україні

ціни цінного папера», «суттєвий вплив на ціну цінного папера», «суттєве відхилення ціни цінного папера», «суттєве відхилення від поточної ціни».

Очевидне від неочевидного відрізнути не те що важко, скоріше, у одних осіб завжди будуть сумніви щодо «очевидного» на перший погляд для інших.

Мета – це уявна модель бажаного результату, яка міститься в «уяві» особи, не завжди викладається на папері чи в об'єктивному світі, а отже, не завжди доступна для сприйняття, аналізу, тим більше доведенню. Немає такої дивної сили закону, щоб визначити мету законною чи незаконною, оскільки мета знаходиться в сфері суб'єктивних процесів, хоча і може матеріалізуватись у конкретних діях.

Як зазначалося в § 4 та § 6 глави 2, поняття «очевидна законна мета» змістовно покликане характеризувати внутрішнє відношення винної особи до вчинюваного нею діяння й такий підхід до визначення мотиваційної складової, коли до диспозиції норми включено власне на перший погляд «очевидну» ознаку мотиву, слід віднести до невдалих спроб конкретизації правопорушення, наслідком чого є фактичне скасування меж його очевидності. Обумовлення в такий спосіб незаконності будь-якого діяння, що не охоплюється наявністю мети, яка є очевидно законною, всупереч завданню законодавця застосовувати точність при визначенні складу будь-якого правопорушення, надає цьому конкретному правопорушенню додатковий, великою мірою неочевидний зміст. Так, з огляду на зміст заборонної норми, яка дозволяє класифікувати наявність «законної мети» як обов'язкового елементу правомірної поведінки, навпаки, законодавець зобов'язує припускати та вбачати в будь-якому випадку відсутність заявленої (доведеної, зафіксованої тощо) «очевидної законної мети» ознаки протиправності. Водночас лише спроба встановлення міри «очевидності» вже самої законності мети, що є необхідним, з точки зору доведення вини, апріорі зачіпає складний комплекс філософських категорій, що мають різний ступінь очевидності, як і навпаки – контраверсійності, непритаманній кримінальному та адміністративному законодавству. З іншого боку, процес визначення ступеня «законності мети» лише при спробі такої кваліфікації, заснований

на застосуванні лише законів логіки, обов'язково наштовхнеться на невичерпний перелік законних з різних причин мотивів визначення мети, які, вочевидь, можуть охоплювати різні напрями прав та інтересів особи, що не заборонені законом.

Закон має встановлювати відповідальність за конкретні дії чи бездіяльність особи, а не за якісь переважно недосяжні для сприйняття «мету», «мрії», «бажання», «задуми», «думи»... тощо. Відповідно, до відповідальності особа може бути притягнутою за умови безсумнівного доведення обставин правопорушення, які утворюють склад злочину.

Положення закону щодо відповідальності за «маніпулювання», які заподіяли «значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам», по-перше, містить оціночне поняття «значної шкоди», яка законом не визначена, по-друге, потребує встановлення причинного зв'язку між діями та настанням шкоди чи отриманням прибутку. На фондовому ринку хтось отримує прибуток, хтось втрачає, але це не означає, що завжди той, хто отримав прибуток, винен у «завданні шкоди» іншим. Невдалі положення закону роблять неможливим його застосування в цілому або породжують спроби його застосування не для захисту суспільних інтересів, а для «маніпулювання» суб'єктами ринку, тиску на бізнес.

З урахуванням сумнівних концептів законодавства та проблем доказування наявності «очевидності» чи протиправного «маніпулювання», все більш актуальним для слідчої та судової практики стає застосування принципу презумпції невинуватості, викладеного в статті 62 Конституції України та статті 27 КПК України, відповідно до якого «усі сумніви щодо доведеності вини особи тлумачаться на користь такої особи».

Показовою в цьому аспекті є прецедентна практика як Європейського суду з прав людини, так і Верховного Суду нашої держави.

Так, 4.07.2018 р. Верховний Суд колегією суддів Першої судової палати Касаційного кримінального суду у справі № 688/788/15-к, переглядаючи її в касаційному порядку, заклав у ній провадження на підставі пункту 3 частини першої статті 284 КПК України та звільнив обвинуваченого з під варті у зв'язку з не встановлен-

ням достатніх доказів для доведення винуватості та вичерпання можливості їх отримати. У пунктах 22–26 своєї постанови Суд дав необхідні тлумачення права та роз'яснення обґрунтованого ним рішення, зазначивши таке:

«Стандарт доведення поза розумним сумнівом означає, що сукупність обставин справи, встановлена під час судового розгляду, виключає будь-яке інше розумне пояснення події, яка є предметом судового розгляду, крім того, що інкримінований злочин був вчинений і обвинувачений є винним у вчиненні цього злочину. Поза розумним сумнівом має бути доведений кожний з елементів, які є важливими для правової кваліфікації діяння: як тих, що утворюють об'єктивну сторону діяння, так і тих, що визначають його суб'єктивну сторону. Зокрема, у справах, в яких наявність та/або характер умислу має значення для правової кваліфікації діяння, суд у своєму рішенні має пояснити, яким чином встановлені ним обставини справи доводять наявність умислу саме такого характеру, який є необхідним елементом складу злочину, і виключають можливу відсутність умислу або інший характер умислу. Це питання має бути вирішено на підставі безстороннього та неупередженого аналізу наданих сторонами обвинувачення і захисту допустимих доказів, які свідчать за чи проти тієї або іншої версії подій. Для дотримання стандарту доведення поза розумним сумнівом недостатньо, щоб версія обвинувачення була лише більш вірогідною за версію захисту. Законодавець вимагає, щоб будь-який обґрунтований сумнів у тій версії події, яку надало обвинувачення, був спростований фактами, встановленими на підставі допустимих доказів, і єдина версія, якою розумна і безстороння людина може пояснити всю сукупність фактів, установлених у суді, – є та версія подій, яка дає підстави для визнання особи винною за пред'явленим обвинуваченням»¹¹⁴.

Такий підхід має стати універсальною моделлю застосування принципу презумпції невинуватості особи та стандарту «дове-

¹¹⁴ Постанова Першої судової палати Касаційного кримінального суду від 4 липня 2018 р. У справі № 688/788/15-к URL: https://protocol.ua/ua/vs_kks_dlya_dotrimannya.

деності поза розумним сумнівом» у сучасній судовій практиці, яка ще потребує додаткового аналізу та удосконалення.

Протягом останніх років у справах про злочини, передбачені статтею 222¹ ККУ, судами України не було винесено жодного обвинувального вироку, що фактично підтверджує недосконалість законодавства та відсутність реальних можливостей виявлення відповідних діянь і збирання та фіксації належних та допустимих доказів, що їх підтверджують. В юридичній практиці має місце штучна конкуренція правових норм і, відповідно, враховуючи недосконалість норм кримінального права, намагання застосовувати право адміністративне.

У цілому сама використана законодавча конструкція не відповідає усталеним прийомам законодавчої техніки, принципам кримінального та адміністративного права та принципу юридичної визначеності, на застосуванні якого наголошують чисельні прецедентні рішення Європейського суду з прав людини.

Конституційний Суд України, у своєму рішенні 29.06.2010 р. у справі № 1-25/2010 визначив: «Одним з елементів верховенства права є принцип правової визначеності, в якому стверджується, що обмеження основних прав людини та громадянина і втілення цих обмежень на практиці допустиме лише за умови забезпечення передбачуваності застосування правових норм, встановлюваних такими обмеженнями». Отже, обмеження будь-якого права повинне базуватися на критеріях, які дадуть змогу особі відокремлювати правомірну поведінку від протиправної, передбачати юридичні наслідки своєї поведінки.

Правова визначеність передбачає формулювання в законі чітких, однозначних і зрозумілих правових приписів, за яких забезпечується легкість і доступність з'ясування змісту права та юридично забезпечену можливість скористатися цим правом, передбачуваність застосування правових норм, а встановлювані законом обмеження будь-якого права повинні базуватися на критеріях, які дадуть змогу особі відокремлювати правомірну поведінку від протиправної, передбачати юридичні наслідки своєї поведінки.

Використання цілої низки розмитих оціночних понять, які складають об'єктивну сторону такого злочину або правопорушення, як маніпулювання на фондовій біржі, є неприпустимим, з точки

зору дотримання принципу юридичної визначеності та логіки законодавчої техніки. Відсутність у законодавстві чіткого визначення забороненої форми поведінки, а саме маніпулювання на фондовій біржі, обумовлює неможливість з'ясування точного змісту кримінально-правової, адміністративно-правової норм та її належного застосування.

Висновки до Глави 2

Хоча на перший погляд визначення маніпулювання у статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» виглядає детальним та змістовним, але фактично об'єктивний аналіз цієї законодавчої норми, а також термінології, пов'язаної з практикою біржової торгівлі, свідчить про неоднозначність, складність інтерпретації, неконкретність, суб'єктивність підходів, відсутність чітко формалізованих алгоритмів і критеріїв. Наведене в цій главі дослідження являє собою намагання знайти бодай якусь логіку в ситуації, що склалася внаслідок того, що законодавство та нормативно-правові акти регулятора не містять достатньої правової визначеності.

Практично всі 8 сценаріїв маніпулювання та 17 можливих «ознак маніпулювання» не можуть бути достовірно встановлені на підставі статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», інших нормативно-правових актів НКЦПФР, та навіть Методичних рекомендацій

Деякі сценарії маніпулювання (див. пункти 2.5.1, 2.5.2, 2.5.3, 2.5.5, 2.5.7) частково або в цілому навряд чи можуть бути застосовані з огляду на фактичну заборону таких дій у практиці регулювання біржового ринку. Застосування інших, як уже зазначалося, наражається на термінологічну та правову невизначеність.

Фактично єдиними ознаками маніпулювання, виявлення яких реально достовірно встановити, формалізувати та автоматизувати (впровадити відповідний фільтр у масиві адміністративних даних), є ознака, наведена в сценарії 6 (власник фінансових інструментів не змінюється), та ознака, наведена в сценарії 5 (неоднора-

зове укладання угод, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець і покупець одного й того ж фінансового інструменту, за однаковою ціною в однаковій кількості). Водночас, з огляду на правову невизначеність таких понять, як «відсутність очевидного економічного сенсу» або «очевидної законної мети», сценарії 6 та 7 також не можуть бути застосовані.

У цілому можна констатувати, що стаття 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» не має цілісної конструкції ані з законодавством і нормативними актами щодо фондового ринку, ані з практикою функціонування фондових бірж.

Загалом положення статті 222¹ ККУ, статті 163⁸ КУпАП «Маніпулювання на фондовому ринку», статті 232¹ ККУ та статті 163⁹ КУпАП суперечать засаді верховенства права та принципу юридичної визначеності, закріпленому в міжнародних правових актах і правових позиціях Європейського суду з прав людини, фундаментально порушують принцип *nullum crimen sine lege certa*, не виконують функцію захисту від незаконного й оманливого штучного контролю за цінами та не відповідають критерієві спеціалізації норм щодо захисту від шахрайства, скоєного на фондовій біржі – у цілому не підлягають застосуванню.

Г Л А В А 3

МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ТА ПРАКТИКА ВИЯВЛЕННЯ ЗЛОВЖИВАНЬ РИНКОМ. СУДОВО-ЕКСПЕРТНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПРОВАДЖЕНЬ, ПОВ'ЯЗАНИХ ЗІ ЗЛОВЖИВАННЯМИ РИНКОМ

Методичне забезпечення відіграє важливу роль у розслідуванні та доведенні правопорушення, в тому числі кримінального, та повинне спиратися на чітку та зрозумілу норму Закону. Та й сама собою будь-яка методика дослідження має ґрунтуватися на чіткому понятійно-термінологічному апараті, який є невід'ємною та принциповою частиною дослідження.

У главі 2 було докладно показано, що в Україні не існує ані точного Закону, ані зрозумілого понятійного апарату щодо виявлення та протидії зловживанням ринком. На цьому можна було б поставити крапку, оскільки з самого початку побудова на такій основі методики дослідження правопорушення була неминуче приречена на невдачу.

Проте питання належного забезпечення правосуддя методичним та експертним забезпеченням є важливим у контексті зобов'язань України, згідно з Угодою про асоціацію між Україною та ЄС. З огляду на терміни імплементації (до 2020 р.), важливо виокремити питання та напрями, які потрібно охопити, щоб імплементація Директиви MAD II була забезпечена якісними допоміжними інституціями.

Складність інституту відповідальності за зловживання на фондовому ринку, неможливість встановлення та відтворення обставин цього правопорушення без застосування як спеціальних,

суто специфічних засобів виявлення, так і наступних досліджень, пов'язаних з доведенням та закріпленням обставин скоєння правопорушення на доказовому рівні, робить питання методичного та експертного забезпечення постійно актуальним.

§ 1. Найвна модель виявлення ознак маніпулювання ринком: основні характеристики та концептуальні прогалини

Як вже зазначалося у главі 2, у 2013 р. Наказом Голови НКЦПФР від 19.08.2013 р. № 445 були затверджені Методичні рекомендації зі встановлення наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку (далі – Методичні рекомендації), що не є підзаконним нормативно-правовим актом, а непублічним документом для внутрішнього використання в НКЦПФР (див. більш докладно § 4 глави 2).

Цей документ було отримано від НКЦПФР у червні 2018 р. на запит відповідно до Закону України від 13.01.2011 р. № 2939-VI «Про доступ до публічної інформації» та наведено в Додатку 1. У грудні 2018 р. наказом НКЦПФР від 14.12.2018 р. № 230 документ віднесено до відомостей, що становлять службову інформацію в НКЦПФР¹.

Нині це єдиний документ, в якому регулятор ринку виклав власне бачення методів виявлення такого правопорушення, яким є маніпулювання.

Проте Методичні рекомендації не зробили більш прозорою та зрозумілою термінологію, яка вживається у статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

¹ Затверджений наказом НКЦПФР від 14.12.2018 р. № 230. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/perelk-vdomostey-shto-stanovlyaty-sluzhbovunformatsyu-v-nktsppfr>.

Розглянемо основні положення та прогалини Методичних рекомендацій у контексті формалізації підходів до використовуваної інформації та суперечливості критеріїв.

3.1.1. Загальна характеристика Методичних рекомендацій

Згідно з назвою цього документа², були очікування, що саме в ньому регулятор відповідним чином стандартизує та регламентує методичні прийоми та процедури з цього питання.

По-перше, регулятор розкриє, в який спосіб він виявлятиме ознаки маніпулювання.

По-друге, регулятор врегулює порядок (алгоритм) здійснення аналізу звітності на предмет виявлення ознак маніпулювання та формалізує оформлення результатів такого «аналізу». Адже аналіз – це також *метод* дослідження, до того ж саме на такий аналіз НКЦПФР обов'язково посилається у кожній справі щодо маніпулювання (Додаток 2). Нагадаємо, що попри неодноразові запити до НКЦПФР «винуватців» у справах про правопорушення щодо надання аналізу, на підставі якого було зроблено висновок про правопорушення, такі «аналізи» жодного разу не були надані. Виникає закономірне припущення, що вони існують лише у якомусь «віртуальному» вигляді. Чи, можливо, регулятор розуміє під «аналізом» щось інше, ніж сучасна наука³.

² «Метод – прийом, що застосовується в певній галузі діяльності» (Великий тлумачний словник сучасної української мови. Київ – Ірпінь: Перун, 2003. 1440 с.). Інші визначення цього поняття взагалі отожднюють його з алгоритмом.

³ Член НКЦПФР І. Назарчук стверджує, що «зловживання треба довести. Тому фахівці НКЦПФР проводять збір додаткових доказів, пояснень, інформації, і вже за наслідком цього призначають розгляд справи, а вже тоді приймають рішення: було маніпулювання чи ні». (Джерело: Будет ли порядок в борьбе с манипулированием? *Stock World*. 18.02.2016. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/budiet-li-poriadok-v-bor-bie-s-manipulirovaniem>). Не існує сумнівів, що порушенню справи, її розгляду, прийняттю рішення щодо маніпулювання передуватимуть збір даних та їх дослідження. Питання в тому, як саме цей аналіз проводиться, наскільки він об'єктивний, як саме оформлюється і чи оформлюється взагалі (чи існує він у формалізованому вигляді, а не тільки в креативній уяві фахівців регулятора)?

По-третє, регулятор наведе обґрунтоване власне бачення багатьох незрозумілих термінів, що містяться в статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (див. § 4 глави 2). Зрозуміло, що таке тлумачення не матиме сили Закону, але хоча б продемонструє, що саме регулятор має на увазі, виконуючи свої законодавчі повноваження щодо встановлення наявності ознак маніпулювання⁴.

Проте нічого подібного в тексті Методичних рекомендацій не наведено. Натомість Методичні рекомендації повторюють структуру статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Нижче висвітлено та прокоментовано суперечливі положення і недоліки Методичних рекомендацій, а також аспекти, які в них узагалі відсутні.

3.1.2. Інформація, що має враховуватися при дослідженні ознак маніпулювання

3.1.2.1. Відсутність деталізації, зрозумілих критеріїв та алгоритмів

У Методичних рекомендаціях наводиться перелік інформації, яку доцільно дослідити, але не зазначається, яким саме чином та зважаючи на які критерії. Незрозуміло, яким чином (за якою методикою, алгоритмами) має досліджуватися така інформація (табл. 3.1).

3.1.2.2. Відсутність чіткої ідентифікації цінних індикаторів

Ані в Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», ані в Методичних рекомендаціях не визначено порядок встановлення «інших цін, що існували б за відсутності операцій або заявок». Положенням про функціонування

⁴ Пункт 37-1 статті 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.

Невизначеність порядку дослідження інформації, зазначеної у Методичних рекомендаціях

Інформація	Коментар
Зовнішні чинники	Важко уявити вищий рівень абстракції, якщо зважати на значну кількість різних за природою факторів, що впливають на ціноутворення, та суперечливі підходи до оцінки їхньої значущості в різних наукових теоріях, які намагаються пояснити поведінку цін на фінансові активи (див. § 1 глави 1).
Динаміка ціни цінного папера за період до та після дати можливого маніпулювання цінами	Не визначено: яка тривалість періоду до та після маніпулювання – тиждень, місяць, рік; як встановлюється дата можливого маніпулювання; про яку саме ціну йдеться? Адже різних понять, пов'язаних з ціною цінних паперів, у законодавстві чимало (див. пункт 2.4.3 § 4 глави 2 щодо визначення цін).
Обсяги торгів цінними паперами на фондовій біржі, на якій здійснювалося маніпулювання, та на інших фондових біржах	Не визначено: за який період мають вивчатися обсяги торгів?
Фінансова звітність емітента цінних паперів	Не визначено: які саме показники фінансової звітності мають вивчатися; за який період має вивчатися фінансова звітність?
Статті в засобах масової інформації щодо діяльності емітента	Не визначено: яким чином забезпечується пошук інформації у ЗМІ; як забезпечується повнота аналізу; де та як інформація консолідується та зберігається; який період має досліджуватися? Більше того, відповіді НКЦПФР на запити про отримання публічної інформації містять суперечливі відомості щодо цього: одні відповіді містять твердження про проведення аналізу новин і повідомлень у засобах масової інформації на предмет злиття, поділу, виділу, перетворення емітента, в контексті здійснення аналізу адміністративних даних з метою визначення маніпулювання, інші відповіді містять протилежне твердження, що аналіз новин і повідомлень у ЗМІ на предмет злиття, поділу, виділу, перетворення емітента Комісією не здійснюється.

Запит від 30.03.2018 р. (вх. № 160/ОЗІ від 30.03.2018 р.; лист-відповідь НКЦПФР № 14/04/13209 від 27.04.2018 р.; Запит від 27.04.2018 р. (вх. № 202/ОЗІ від 27.04.2018 р.); лист-відповідь НКЦПФР № 16/03/13924 від 05.05.2018 р.

Джерело: Методичні рекомендації зі встановлення наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку, затверджені Наказом Голови НКЦПФР від 19.08.2013 р. № 445.

фондових бірж передбачено численні цінові орієнтири: біржовий курс, поточна ціна, ціна відкриття, ціна закриття, ціна кращої (найбільшої) заявки на купівлю, ціна кращої (найменшої) заявки на продаж. Усі ці цінові орієнтири (результати котирування) можуть суттєво відрізнитися (див. пункт 2.4.3 § 4 глави 2).

За відсутності врегулювання в нормативно-правових актах НКЦПФР можна лише припустити, що «іншими цінами» можуть бути ціни заявок та/або біржових контрактів (договорів), що подаються/укладаються учасниками біржових торгів, відмінними від учасників операцій, які розглядаються регулятором як такі, що містять ознаки маніпулювання. Проте навіть за наявності таких цін, відмінних від тих, за якими укладали біржові контракти учасники таких операцій, знов-таки не врегульованими залишаються питання: *як саме розрізняються операції, що містять факт маніпулювання, від інших; наскільки суттєвим має бути відхилення одних цін від інших, щоб підпадати під сценарій маніпулювання 1?* (див. пункт 2.4.5 § 4 глави 2).

У контексті того, яку саме ціну слід вивчати, Методичні рекомендації містять суперечливі положення: динаміку поточної ціни, ціни заявок, залежність від зміни цін цінних паперів, які входять до складу індексного кошика. Пропонується досліджувати зміну ціни, але відсутні будь-які кількісні критерії, яка саме зміна є суттєвою в контексті маніпулювання (на який відсоток така зміна допустима, а на який має викликати підозру).

Крім того, додатково до неконкретизованих варіантів цінових біржових індикаторів і взагалі нічим кількісно не обумовленого поняття «цін..., що не відповідають дійсності» (сценарії маніпулювання 1 та 3), в Методичних рекомендаціях, можливо, як антонім зазначеного поняття, застосовується ще такий термін, як «дійсна» вартість (ціна).

З методологічної та практичної точки зору визначити так звані «дійсні» ціни просто неможливо. На ціну фінансових інструментів впливає безліч інформаційних чинників, які повністю врахувати неможливо. Якби це було можливим, то зник би і сенс існування біржового ринку. «Дійсна» ціна – це, скоріше, термінологічний фантом, який існує віртуально, щоб визначити та кла-

сифікувати дії, що створюють неправомірний і штучний вплив на ціну фінансового інструменту.

3.1.2.3. Відсутність конкретизації «інсайдерської інформації» відповідно до сценарію маніпулювання 2

У Методичних рекомендаціях процитовано визначення «інсайдерська інформація» зі статті 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та наведено певний перелік інформації, яку доцільно проаналізувати. Зокрема, передбачається, що для виявлення ознак протиправного використання інсайдерської інформації доцільно проаналізувати (див. пункт 2.5.2 § 5 глави 2):

а) випадки значних коливань ціни цінного папера та/або похідного (дериватива) за такими критеріями: відхилення ціни біржового контракту (заявки) від ціни закриття попередньої торговельної сесії; зміна біржового курсу цінного папера та/або похідного (дериватива) та поточної ціни цінного папера за певний період;

б) події (факти), які сталися та очікувані події (факти) в діяльності емітента цінних паперів, скоєння яких могло або може призвести до підвищення та/або зниження цін на випущені цінні папери або торгової активності з цими цінними паперами (чи відноситься така інформація до інсайдерської, період оприлюднення такої інформації відповідно до закону);

в) договори за попередній період (до моменту оприлюднення інформації за 15 календарних днів);

г) випадки незвичної торгової активності (незвично великий обсяг торгів цими цінними паперами);

г) виявлені нестандартні договори за такими показниками: ціна закриття; загальний обсяг; загальна кількість договорів;

д) списки осіб, що мали доступ до інсайдерської інформації, та їхні зв'язки з особами, які мали можливість використати таку інформацію (асоційованість, афілійованість, пов'язаність).

При цьому однозначні, вимірювані критерії відсутні (так само, як і щодо інших ознак маніпулювання). Зокрема, кількісно ніяк не конкретизовано:

– скільки відсотків має складати «значне коливання ціни»;

– які саме події в діяльності емітента та яким саме чином могли призвести до підвищення або зниження цін або торгової активності;

– як кількісно визначити незвичну торгову активність (незвично великий обсяг торгів цінним папером) – до речі, неочевидно, чому незвично малий обсяг торгів не викликає підозр;

– як виокремити нестандартні договори (наводяться певні показники – ціна закриття, обсяг, кількість, але відсутні жодні кількісні критерії, база порівняння; понад те, такий підхід суперечить вимогам Положення про функціонування фондових бірж, де нестандартні контракти (договори) визначаються як такі, що не відповідають правилам фондової біржі, – а зовсім не ті, що без об'єктивного, формалізованого та кількісно визначеного алгоритму обираються регулятором).

3.1.2.4. Відсутність конкретизації «шахрайства» відповідно до сценарію маніпулювання 2

У Методичних рекомендаціях процитовано визначення «шахрайства» зі статті 190 ККУ та вказано за доцільне здійснювати перевірку документів, що підтверджують набуття власності на фінансові інструменти. Насправді здійснення подібної перевірки не вбачається доречним хоча б тому, що адміністративні дані фондових бірж містять інформацію про дату виконання кожного біржового контракту (договору) або дату анулювання/змін (лонгування), тобто відомості про стан виконання/невиконання зобов'язань щодо переказу коштів і набуття власності на цінні папери доступні для Комісії у щоденному режимі. Натомість *не наводиться жодних пояснень щодо того, як саме доводити/спростувати шахрайський характер набуття фінансового інструменту і як це вплине саме на маніпулювання*. До речі, неочевидно, чи справді встановлення та доведення дій, що є шахрайством, належать до компетенції НКЦПФР відповідно до законодавства? (Див. також пункт 2.5.2 § 5 глави 2).

Так само Методичні рекомендації не конкретизують ані проміжок часу, ані ціновий індикатор, ані види заявок (пропонується аналізувати зміни поточної ціни та всі заявки протягом всієї торговельної сесії, а не тільки наприкінці), ані ступінь зміни ціни.

Крім того, з Методичних рекомендацій неочевидно, чи враховується при аналізі цієї ознаки ступінь актуальності визначення поточної ціни. Наприклад, якщо поточна ціна (остання розрахована ціна закриття попереднього торговельного дня) визначалася за наслідком торгів, які відбулися кілька місяців тому (абсолютно типова ситуація для не надто ліквідного національного ринку цінних паперів), то навряд чи об'єктивним буде порівнювати ціну угод, укладених протягом поточної торговельної сесії, з цінами, що склалися кілька місяців тому.

3.1.2.5. Відсутність конкретизації інформації, поширення якої може призвести до введення в оману учасників ринку, відповідно до сценарію маніпулювання 3

Методичні рекомендації не містять конкретизації джерел і суті інформації, які мають аналізуватись у контексті пункту 3 статті 101 Закону (див. пункт 2.5.3 § 5 глави 2).

Фактично ринок щоденно генерує певну інформацію, яка прямо або опосередковано може вплинути на ціни або обсяги торгів. Це можуть бути будь-які прогнози стану розвитку глобальної та національної економіки, окремої галузі, ринку, аналітичні дані про ціни та обсяги торгів, відсоткові ставки, умови запозичень, рейтинги та ренкінги цінних паперів, емітентів, учасників ринку, статистична інформація тощо (в т. ч. відомості, поширені самим регулятором). Як відомо, прогнози ринку на предмет повноти, точності та правдивості не мають достеменний характер. У цьому контексті у Методичних рекомендаціях просто процитовано загальні положення законодавства про інформацію, які навряд чи є достатніми для комплексного та об'єктивного аналізу наявності ознак маніпулювання.

Методичні рекомендації відносять до інформації, яка вводить в оману, відомості щодо ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів цінних паперів на фондовій біржі, які містять *неповні, неточні або неправдиві дані*. Незрозуміло, як можуть бути неповними, неточними або неправдивими дані, які щоденно оприлюднюються фондовими біржами відповідно до вимог Комісії на власних веб-сайтах і в загальнодоступній базі даних Комісії про ринок цінних паперів?

3.1.2.6. Відсутність визначення та формалізації численних алгоритмів, критеріїв і понять

Крім відсутності конкретизації термінології, на що зверталася увага в главі 2, в Методичних рекомендаціях відсутні визначення та формалізація таких алгоритмів, критеріїв та понять:

- порядок визначення того факту, що особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була недостовірною;
- методика збору та аналізу даних у ЗМІ на предмет наявності недостовірної інформації;
- попит на цінні папери на фондовій біржі, що не відповідає дійсності;
- обсяг цінних паперів на фондовій біржі, що не відповідає дійсності;
- методика та критерії оцінки впливу інформації на зміну ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів, кількісні критерії значущості такої зміни;
- порядок визначення періоду, за який мають аналізуватися ціни, обсяги торгів, пропозиція, інформація у ЗМІ.

3.1.2.7. Неврахування специфіки різних сценаріїв маніпулювання під час збору інформації

Визначальні ознаки за кожним сценарієм маніпулювання практично не повторюються та є суто специфічними та унікальними. Навіть в описі сценаріїв 5 та 6, де однаково вказується на «відсутність очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети», самі дії відрізняються: у сценарії 5 ідеться про «укладення угод», а у сценарії 6 – про «здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки» (і це не кажучи про інші відмінності, див. § 5 глави 2).

Натомість у Методичних рекомендаціях пропонується за кожним окремим сценарієм, *практично незалежно від його специфіки*, проводити майже ідентичний аналіз⁵ даних щодо:

- власників фінансового інструменту;
- зв'язків між торговцем цінними паперами, його клієнтом та/або емітентом цінних паперів (асоційованість, афілійованість, пов'язаність);
- знаходження фінансових інструментів в активах пайових і корпоративних інвестиційних фондів (інститутів спільного інвестування);
- подій у діяльності емітента цінних паперів (фінансова звітність, особлива інформація емітента, статті в ЗМІ);
- динаміки ціни фінансового інструменту за певний період (на практиці – або тривалий, але абстрактно визначений, або протягом окремої, довільно обраної, торговельної сесії); аналізується переважно поточна ціна та біржовий курс;
- наявності договорів торговців цінними паперами на підтримання ціни фінансового інструменту;
- умов включення цінних паперів до біржового списку та біржового реєстру (ініціатори, дати);
- поданих заявок та укладених біржових контрактів (договорів);
- договірних відносин між учасниками біржових торгів та їх клієнтами.

Незалежно від конкретного сценарію, Методичними рекомендаціями пропонується аналізувати всі дані, які доступні регулятору – насамперед звітність фондових бірж, торговців цінними паперами, емітентів, а також інформація, яка може бути додатково надана фондовими біржами та торговцями цінними паперами за окремими запитами. Тобто в Методичних рекомендаціях більш-менш докладно описано, що саме потрібно аналізувати (і не завжди це виглядає логічним у контексті конкретних сценаріїв), але практично відсутні положення щодо того, як саме потрібно аналізувати операції з фінансовими інструментами на предмет наявності/відсутності ознак маніпулювання. У Методичних рекомендаціях відсутні будь-які алгоритми, кількісні чи якісні ознаки, які були б більш конкретні, ніж у Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», а загальна, неконкретна термінологія переважно ніяк не пояснюється та не деталізується.

⁵ Складається враження, що або регулятору невідомі інші методи дослідження крім «аналізу», або під «аналізом» він має на увазі дещо інше.

Таким чином, Методичні рекомендації при описі кожного сценарію маніпулювання містять лише набір майже однакових даних, які можна зібрати та за їх допомогою імітувати аналіз, але не містять формалізації процедур такого аналізу даних, критеріїв, кількісних чинників. Тож не дивно, що наслідки правозастосування досить суперечливі, а суди нерідко приймають рішення не на користь Комісії.

Цікавим було б також зрозуміти, як взагалі зазначена інформація може вплинути об'єктивно або штучно на ціну фінансового інструменту, з огляду на фактичну незалежність цін від будь-якої інформації та їх загальний штучний характер (див. § 3 глави 1).

3.1.3. Неврахування сучасного стану фондового ринку

Методичні рекомендації жодним чином не враховують об'єктивний стан сучасного існування фондового ринку в Україні. Чи можна застосовувати загальні підходи щодо виявлення маніпулювань до фінансових інструментів з низькою ліквідністю, free-float тощо або до цінних паперів емітентів непублічних компаній (у разі, якщо чинним законодавством дозволено їх обіг на фондовій біржі)? На нашу думку, це є підміною понять (див. також § 3 глави 1).

Наприкінці зауважимо, що, крім очевидної недосконалості та надуманості Методичних рекомендацій, залишається незрозумілим: чи справді НКЦПФР користується власними Методичними рекомендаціями? Адже Постанови про правопорушення (якщо вони публікуються регулятором, що буває не завжди, і ступінь деталізації угод суттєво відрізняється⁶) не виглядають як послідовне

⁶ Дійсно, частина даних про конкретні операції (насамперед, про сторони біржових угод) зазвичай має характер інформації з обмеженим доступом. Такі відомості містяться тільки у звітності фондових бірж, але не оприлюднюються ані біржами, ані торговцями цінними паперами, ані їх клієнтами.

Натомість регулятор у частині розкриття цієї інформації діє не надто послідовно: 1) в частині оприлюднених текстів Постанов наводяться таблиці, де наявна детальна інформація про конкретні операції (з датами, учасниками операцій, цінами, сумами), натомість в інших текстах такі відомості відсутні (наводиться посилання на додатки, які насправді відсутні в оприлюдненому тексті постанов, або наводяться порожні таблиці без даних); 2) в одних випадках наводяться відомості

доведення правопорушення, а, скоріше, як сумбурний набір даних і необґрунтованих висновків (досить суб'єктивних думок щодо цін, пояснень, фінансових показників емітента тощо), які без особливих доказів і часто досить неочікувано призводять до цитування певної норми статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Мабуть, принципово не надаються (навіть для судових слухань) і не публікуються «аналізи», на яких ґрунтуються рішення регулятора.

3.1.4. Інші суперечливі аспекти сценаріїв маніпулювання та підходів щодо їхнього виявлення

3.1.4.1. Наявність цінних паперів в активах ІСІ

Методичні рекомендації в контексті встановлення майже всіх ознак маніпулювання рекомендують проаналізувати знаходження фінансового інструменту в активах пайових і корпоративних фондів (інститутів спільного інвестування, ІСІ).

Водночас не наводиться жодних критеріїв щодо наслідків такого аналізу. У справах (Постановах) про правопорушення просто констатується наявність в активах ІСІ цінних паперів, щодо ознак маніпулювання цінами яких порушено справу, але відсутні відповідні висновки: як саме вплинула ціна або зміна ціни цінних паперів на показники ІСІ, у тому числі на вартість їхніх чистих активів.

Незрозуміло, чому аналогічний аналіз не здійснюється щодо наявності цінних паперів в активах НПФ, страховиків, банків, якщо

про контрагентів особи – інших учасників торгів (одразу в тій самій Постанові або в інших постановках щодо маніпулювання за тим самим цінним папером), а в інших випадках – зазначається тільки особа, якої стосується Постанова; 3) деякі постанови взагалі не публікуються на офіційному веб-сайті НКЦПФР (є лише назва, номер і дата, але текст відсутній).

Така відсутність або неоднорідність адекватної інформації щодо резонансних справ про маніпулювання позбавляє учасників ринку можливості об'єктивно зрозуміти обставини, які стали підставою для прийняття Комісією тих чи інших рішень щодо наявності/відсутності ознак маніпулювання у конкретних випадках, щодо підстав та обґрунтування рішень, прийнятих Комісією за наслідками розгляду справ про правопорушення.

відомості про їхні активи прямо або опосередковано надаються до НКЦПФР у форматі звітності.

3.1.4.2. Договори на підтримання цін цінних паперів

Відповідно до статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», не є маніпулюванням цінами на фондовій біржі дії, що мають на меті:

– «підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з емітентом таких цінних паперів;

– підтримання цін на цінні папери відкритих або інтервальних інститутів спільного інвестування у зв'язку з їх викупом у випадках, встановлених законом;

– підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів цінними паперами, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з фондовою біржею».

Методичні рекомендації також містять вимогу перевіряти, чи уклалися такі договори.

Проте Комісією неодноразово накладалися санкції на учасників торгів, які мали чинні договори з фондовою біржею чи емітентом (зокрема, з Міністерством фінансів України як емітентом державних облигацій України). То чи дійсно регулятором проводяться такі перевірки та який у них сенс? На підставі яких чинників приймається рішення: враховувати чи не враховувати факт наявності договору з фондовою біржею та/або емітентом в процесі виявлення та розслідування правопорушення? На підставі яких чинників та яких положень закону приймається рішення: згадувати чи не згадувати цей факт у Постанові про правопорушення?

Зокрема, за наявності договорів торговця цінними паперами з фондовою біржею щодо виконання функцій маркет-мейкера (для підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів) НКЦПФР зазвичай одразу починає перевіряти факт повного виконання торговцем цінними паперами всіх зобов'язань за таким договором. Причому іноді – навіть у конкретну дату торгів.

Хоча фактично (та відповідно до вимог НКЦПФР⁷ до таких договорів) виконання функцій маркет-мейкера має контролюватися фондовими біржами за певну частку (не всю тривалість) торговельного дня та за певну частку (не всі) торговельних днів за місяць. І це природно, оскільки надто обтяжливо або неможливо підтримувати ціни та ліквідність щохвилини протягом усіх торговельних днів!

Так само і Міністерство фінансів України як емітент та сторона договору проводить оцінювання діяльності банків-первинних дилерів за досить тривалий проміжок часу (6 місяців⁸, а не щодня!), і лише з відповідною періодичністю приймає рішення щодо чергового відбору (оновлення) переліку первинних дилерів та укладення/розторгнення договорів. Проте договори між Міністерством фінансів України та первинними дилерами НКЦПФР взагалі не враховує, хоча суд вважає, що враховувати треба (див. Додаток 2).

Крім того, стаття 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» взагалі не вимагає контролю дотримання зобов'язань за договором і містить норму виключно про наявність договору торговця цінними паперами (учасника біржових торгів) з фондовою біржею або емітентом! Тож можна дійти такого висновку: навіть якщо протягом певного місяця торговець цінними паперами не виконав повністю функції маркет-мейкера, був позбавлений такого статусу, а відповідний договір був згодом розірваний, то протягом періоду чинності договору, нехай і формально, вимоги статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» були дотримані, тож дії учасника біржових торгів мають розглядатись як такі, що не є маніпулюванням цінами на фондовій біржі. Звісно, в НКЦПФР значно менш позитивна точка зору щодо цього.

⁷ Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 р. № 1688. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>.

⁸ Постанова КМУ «Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів» від 14.04.2009 р. № 363. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/363-2009-%D0%BF>, Наказ Міністерства фінансів України «Про затвердження Порядку відбору та функціонування первинних дилерів» від 10.06.2009 р. № 757. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0596-09>.

3.1.4.3. Обмеженість кола фінансових інструментів, за якими врегульовано порядок протидії маніпулюванню

Стаття 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначає ознаки маніпулювання в контексті всіх фінансових інструментів, а не тільки цінних паперів⁹.

Відповідно до пункту 37¹ статті 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», до завдань Комісії віднесено встановлення наявності ознак маніпулювання на фондовому ринку, а згідно за статтею 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» фондовий ринок (ринок цінних паперів) визначається як сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів).

Таким чином, НКЦПФР має встановлювати наявність ознак маніпулювання щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, включаючи похідні (деривативи), зокрема, ф'ючерси та опціони, що впроваджені в обіг на фондових біржах.

Натомість Порядок запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі (рішення ДКЦПФР від 14.06.2011 р. № 716) регулює порядок дій щодо запобігання маніпулюванню цінами тільки для операцій з цінними паперами.

Тобто, прийнявши рішення від 14.06.2011 р. № 716, Комісія лише частково виконала покладене на неї завдання – врегулювала ознаки та порядок запобігання маніпулюванню тільки для цінних паперів, але не для деривативів.

Із сучасної власної ініціативи Комісія свідомо звузила ознаки маніпулювання, замінивши за текстом рішення від 14.06.2011 р. № 716 термін «фінансові інструменти» (як у статті 10¹ Закону Укра-

⁹ Пункт 20 пункту 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає фінансові інструменти як цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) у разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу або фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони).

їни «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні») на термін «цінні папери».

3.1.4.4. Ігнорування специфіки боргових цінних паперів

Ціноутворення на ринку боргових інструментів має суттєві особливості з огляду на використання як орієнтирів ставок доходності, курсів валют (оскільки суттєва частка боргових інструментів номінована в іноземних валютах), залежить від умов випуску, строків погашення, амортизації накопиченого купонного доходу. З огляду на ці фактори, а також різні умови придбання та особливості облікової політики, в кожного інвестора балансова вартість боргових інструментів на одну й ту саму дату може суттєво відрізнятись.

Тому абсолютно некоректно, з точки зору методології та/або бухгалтерського обліку, намагатися визначити економічний сенс операцій як торговельні результати від окремих угод купівлі-продажу на підставі лише цін штучно обраних угод та без урахування балансових цін цінних паперів та інших аспектів обліку.

Проте для боргових інструментів (зокрема, враховуючи той факт, що угоди з ними часто укладаються на умовах відстроченого виконання) більш об'єктивним показником є не ціна на дату укладення угоди, а доходність.

Крім того, в контексті державних облігацій навряд чи взагалі можна казати про будь-які ознаки використання інсайдерської інформації (сценарій 2 – див. пункт 2.5.2 § 5 глави 2), оскільки відомості про ОВДП (випуск, стан державного боргу, плани за позичень, ціни та обсяги біржових торгів, доходність) є загальнодоступними та регулярно публікуються Міністерством фінансів України, НБУ тощо.

Складно уявити випадки шахрайства (сценарій 2 – див. пункт 2.5.2 § 5 глави 2) щодо державних облігацій, якщо їх випуск та обіг є складовою боргової та монетарної політики, емітентом є Міністерство фінансів України, а НБУ є генеральним агентом з обслуговування випуску та погашення¹⁰, виконує функції депозита-

¹⁰ Постанова КМУ «Про випуски облігацій внутрішніх державних позик» від 31.01.2001 р. № 80. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/80-2001-%D0%BF/>

рію, щільно контролює розрахунки¹¹, а також активно використовує державні облігації для регулювання ліквідності банків¹².

Очевидно, що біржовий обіг державних облігацій є фактично єдиним сегментом регульованого ринку, де наявна вимірювана ліквідність (про що детально йшлося у § 3 глави 1). Інструменти публічного боргу держави, з огляду на статус емітента, щільно контролюються різними органами державної влади (насамперед Міністерство фінансів України, НБУ, НКЦПФР), а підходи до регулювання їх обігу порівнювані з підходами до регулювання навіть цінних паперів європейських публічних компаній. Саме справедливим ціноутворенням щодо цінних паперів публічних компаній найбільше опікуються регулятори фінансових ринків Європи. Тому повне ігнорування специфіки обігу та ціноутворення щодо боргових цінних паперів (найбільш значущих для національного ринку капіталу) в статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та в Методичних рекомендаціях виглядає нелогічно.

¹¹ Постанова Правління НБУ «Про затвердження Положення про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України» від 21.12.2017 р. № 140. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0140500-17>.

¹² Постанова Правління НБУ «Про затвердження Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи» від 17.09.2015 р. № 615. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15>.

§ 2. Фондовий ринок як спеціальний об'єкт дослідження судової експертизи

Одним з методів виявлення та подальшого унеможливлення зловживань ринком є забезпечення у відповідних кримінальних та адміністративних провадженнях проведення експертних досліджень, які стосуються виявлення механізмів та обставин зловживань ринком.

Питання експертного забезпечення судових проваджень, що стосується зловживання на фондовій біржі, так само як і методичне забезпечення виявлення таких зловживань, розглядається в контексті двох складових: сьогоденний стан та його перспективи в контексті імплементації положень *acquis* ЄС.

3.2.1. Спеціальний характер знань про фондовий ринок і необхідність навчання

В аспекті спеціалізації насамперед слід зазначити, що статус судової експертизи не передбачає спрощеного підходу до її проведення, натомість обумовлює належну увагу до аналізу всіх її аспектів з боку спеціалістів НКЦПФР, слідчих, детективів, прокурорів, адвокатів і суддів. Будь-які спрощення будуть порушувати інституційну цілісність правової системи. Фондовий ринок, зокрема регульований фондовий ринок, яким є фондова біржа, є складними економічними механізмами, які мають багаторівневу й обумовлену багатьма чинниками специфіку (на використання біржових технологій для стимулювання попиту та пропозиції, визначення справедливої ціни та відхилення від неї, в тому числі штучного або аномального). З урахуванням цього підґрунтя для спрощеного підходу до дослідження зазначених явищ, який зумовлює загальноекономічна наукова база, має бути виключеним при здійсненні експертних досліджень обставин діяльності та дій професійних учасників фондового ринку та фондової біржі зокрема. Сьогодні необхідно визнати, що фондовий ринок як особлива економічна система є та повинен бути спеціальним об'єктом дослідження судової експертизи.

Стаття 11 Директиви MAD II про кримінальні санкції за зловживання на ринку передбачає необхідність підготовки кадрів для забезпечення прийнятої норми: «Не обмежуючи незалежність судів і відмінності в організації судової влади в Союзі, держави-члени повинні звертатися до осіб, відповідальних за навчання суддів, прокурорів, представників правоохоронних органів, кадрів судових і компетентних органів, залучених до кримінального судочинства та розслідування, з метою забезпечення належного висновку про вчинення зловживання для цілей цієї Директиви».

Зокрема, йдеться про компетентні органи, які залучаються до кримінального судочинства та розслідування, під якими в контексті Директиви MAD II повинно розуміти також експертів та експертні установи. Тож перед тим, як перейти до питання актуального стану забезпеченості правосуддя судово-експертною складовою, розглянемо нагальні питання, що мають бути вирішені судово-експертним шляхом при опрацюванні обставин функціонування фондового ринку.

Інституційно фондовий ринок України, незважаючи на свою загальну дисфункціональність, є достатньо розгалуженим. Інфраструктура ринку сформована відповідно до європейської практики та є достатньо складною, що зумовлено власне специфікою фондового ринку. На відміну від інших сегментів фінансового ринку, для забезпечення обігу капіталу, максимальної ліквідності фінансових інструментів та залучення коштів різних категорій інвесторів, на фондовому ринку створено специфічну торговельну, депозитарну, розрахункову, клірингову, інформаційно-аналітичну інфраструктуру. Основних учасників ринку (емітентів та інвесторів) обслуговують численні суб'єкти інфраструктури – фондові біржі, депозитарії та депозитарні установи, банки, сотні ліцензованих торговців цінними паперами, депозитарних установ, компаній з управління активами, інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів, інші інституційні інвестори, державні установи, які беруть участь у торгах (НБУ, ФДМУ, ФГВФО), рейтингові та інформаційні агенції тощо. Особливістю фондового ринку є обіг дуже значної кількості різноманітних фінансових інструментів – цінних паперів і деривативів.

Проте однією з найбільш значущих функцій фондового ринку є забезпечення об'єктивного ринкового ціноутворення, яке реалізується за умови достатньої ліквідності, конкурентності торгів, доступності інформації, гарантій розрахунків, механізмів протидії надмірним ціновим коливанням, маніпулюванню цінами та інсайдерській торгівлі. На фондових ринках щоденно укладаються сотні угод між значною кількістю учасників торгів та їх клієнтів на сотні мільйонів гривень за значною кількістю різних фінансових інструментів. Біржовий фондовий ринок генерує за кожним із тисяч фінансових інструментів значну кількість специфічних цінових орієнтирів – біржовий курс, поточні ціни, ціни відкриття та закриття, кращі ціни заявок із купівлі та продажу тощо. Ці ціни ретельно контролюються відповідно до специфічних нормативних вимог регулятора ринку (НКЦПФР) та правил діяльності фондових бірж.

До об'єктивних факторів, що впливають на умови виявлення наявності зловживань на фондових біржах варто віднести: 1) значну кількість транзакцій на всіх фондових біржах України (123 946 за 2017 р.); 2) наявність 5 фондових бірж, що мають відповідну ліцензію НКЦПФР; 3) наявність у списках фондових бірж України станом на 01.06.2018 р. 901 випуску цінних паперів; впровадження в обіг на деяких біржах фінансових інструментів, відмінних від цінних паперів; 4) кількість комбінацій транзакцій, що можуть бути складовими зловживань, не піддається аналізу заздалегідь; 5) правову невизначеність більшості понять, що використовуються при виявленні зловживань на ринку; 6) відсутність затверджених будь-яких кількісних показників щодо дій, що мають ознаки маніпулювання.

Таким чином, для комплексного, системного та об'єктивного аналізу особливостей обігу фінансових інструментів і механізмів ціноутворення на них необхідні знання та значний досвід у сфері функціонування фондового ринку, специфіки обігу різних фінансових інструментів, ступеня їх ліквідності та волатильності, обмежень коливань і засобів контролю ціноутворення на фондових біржах, специфіки ринкової поведінки та врегулювання діяльності різних категорій учасників ринку, особливостей роботи суб'єктів ринкової інфраструктури, численних законодавчих і нормативних актів регуляторів фінансових ринків.

З огляду на таку специфіку ринку, фахівці професійних учасників фондового ринку здійснюють діяльність лише після сертифікації, а також регулярно підтверджують достатній рівень знань, досвіду та професійності.

Станом на 2018 р. НКЦПФР затвердила такі програми підготовки фахівців фондового ринку: Спеціалізована програма навчання фахівців з питань торгівлі цінними паперами; Спеціалізована програма навчання фахівців з питань депозитарної діяльності; Спеціалізована програма навчання фахівців з питань управління активами; Спеціалізована програма навчання фахівців з питань організації торгівлі на фондовому ринку; Спеціалізована типова програма навчання фахівців з питань управління іпотечним покриттям; Спеціалізована програма навчання фахівців з питань клірингової діяльності; Спеціалізована програма підготовки головних бухгалтерів професійних учасників фондового ринку; Програма підготовки аудиторів для внесення суб'єктів аудиторської діяльності до реєстру аудиторських фірм, які можуть проводити аудиторські перевірки професійних учасників ринку цінних паперів з теми «Фондовий ринок та сучасний аудит фінансової звітності професійних учасників фондового ринку».

Крім того, значна кількість фахівців учасників фондового ринку регулярно підвищує кваліфікацію та підтверджує достатній рівень знань з питань дотримання законодавства про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення. Станом на 2018 р. Академією фінансового моніторингу (навчальний заклад, що належить до сфери управління Державної служби фінансового моніторингу України) затверджено навчальні програми для суб'єктів державного фінмоніторингу (державних регуляторів), суб'єктів первинного фінмоніторингу (зокрема, для професійних учасників фондового ринку, банків та інших фінансових установ), для представників правоохоронних органів, розвідувальних органів і судів.

Варто звернути увагу, що Державна служба фінансового моніторингу України вважає за доцільне спеціально навчати представників правоохоронних органів і судів. Як вже зазначалося, Директива ЄС MAD II акцентує увагу на навчанні суддів, прокурорів,

представників правоохоронних органів, кадрів судових і компетентних органів, залучених до кримінального судочинства та розслідування зловживань на ринку. Натомість, аналогічна навчальна активність з боку НКЦПФР відсутня, і є сумнівні в оперативній та адекватній імплементації зазначеної норми.

3.2.2. Сучасний стан експертної забезпеченості правосуддя у питаннях функціонування фондового ринку

Право на справедливий судовий розгляд займає у демократичному суспільстві визначальне місце, а отже, питання експертного забезпечення правосуддя є ключовим у контексті визначення засад організації судочинства в Україні.

Судово-експертним забезпеченням правосуддя опікується Міністерство юстиції України, яке є єдиним центральним органом виконавчої влади, до завдань якого належить експертне забезпечення правосуддя¹³.

Згідно зі статтею 1 Закону України «Про судову експертизу» поняття судової експертизи визначено таким чином: «Судова експертиза – це дослідження на основі спеціальних знань у галузі науки, техніки, мистецтва, ремесла тощо об'єктів, явищ і процесів з метою надання висновку з питань, що є або будуть предметом судового розгляду»¹⁴.

Висновок експерта є одним з визнаних видів доказів у будь-якому судовому провадженні, а також на етапі досудового розслідування¹⁵.

¹³ Пункт 5 частини 3 Постанови Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про Міністерство юстиції України» від 02.07.2014 р. № 228. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/228-2014-%D0%BF>.

¹⁴ Закон України «Про судову експертизу» від 25.02.1994 р. № 4038-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4038-12>.

¹⁵ Відповідно до частини 2 статті 84 КПК процесуальними джерелами доказів є показання, речові докази, документи, висновки експертів. Відповідно до частини 2 статті 76 ЦПК України докази встановлюються такими засобами: 1) письмовими, речовими й електронними доказами; 2) висновками експертів; 3) показаннями свідків. Відповідно до частини 2 статті 73 ГПК України докази

Порядок призначення та проведення експертиз регламентується Інструкцією про призначення та проведення судових експертиз і судових досліджень¹⁶ (далі в цьому пункті – Інструкція). В Інструкції визначені всі вимоги щодо компетентності експертних установ та експертів при вирішенні питання можливості проведення судової експертизи.

Основними видами (підвидами) експертиз, згідно з Інструкцією, є: криміналістична; інженерно-технічна; економічна; товарознавча; експертиза у сфері інтелектуальної власності; психологічна; мистецтвознавча; екологічна; військова; інші види експертиз, організацію проведення яких з метою кращої реалізації інтересів слідчої та судової практики проводять експертні установи.

Відповідно до статті 10 Закону України «Про судову експертизу», судовими експертами можуть бути особи, які мають необхідні знання для надання висновку з досліджуваних питань. Судовими експертами державних спеціалізованих установ можуть бути фахівці, які мають вищу освіту, освітньо-кваліфікаційний рівень не нижче ніж спеціаліст, пройшли відповідну підготовку та отримали кваліфікацію судового експерта з певної спеціальності.

Статтею 69 КПК України регламентовано, що експерт проводить експертизу з метою дослідження об'єктів, явищ і процесів, що містять відомості про обставини вчинення кримінального правопорушення, та надає висновок з питань, які виникають під час кримінального провадження і **стосуються сфери його знань**.

Відповідно до пункту 2.3 Інструкції, експертам **забороняється** вирішувати питання, які виходять за межі спеціальних знань

встановлюються такими засобами: 1) письмовими, речовими й електронними доказами; 2) висновками експертів; 3) показаннями свідків. Відповідно до частини 2 статті 72 КАС України докази встановлюються такими засобами: 1) письмовими, речовими й електронними доказами; 2) висновками експертів; 3) показаннями свідків.

¹⁶ Наказ Міністерства юстиції України «Про затвердження Інструкції про призначення та проведення судових експертиз і судових досліджень та Науково-методичних рекомендацій з питань підготовки та призначення судових експертиз та експертних досліджень» від 08.10.1998 р. № 53/5 (у редакції наказу Міністерства юстиції України від 26.12.2012 р. № 1950/5). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0705-98>.

експерта, а отже, експертиза повинна проводитися експертом відповідної спеціалізації, напряду і за відповідною **методикою**.

Не менш важливим є дотримання порядку розгляду справ про правопорушення на ринку цінних паперів з метою застосування фінансових санкцій, до яких належать і зловживання ринком, самим регулятором. Відповідно до пункту 5 розділу V Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій¹⁷: «До розгляду справи про правопорушення можуть залучатися фахівці, **експерти**, треті особи, використовуватись їх письмові висновки та пояснення, що стосуються справи про правопорушення».

Відповідно до проведеного у 2018 р. опитування, фактичні **позиції експертних установ** України з досліджуваного питання, у тому числі в частині наявності спеціалістів, є такими.

Науково-дослідний центр судової експертизи з питань інтелектуальної власності констатує:

«У Центрі працюють три доктори наук і сім кандидатів наук у різних галузях знань, дев'ятнадцять атестованих судових експертів, у тому числі 6 судових експертів з економічних спеціальностей, у Центрі відсутні експерти, що спеціалізуються на проведенні експертиз по діяльності (операцій) на фондовому ринку».

Одеський науково-дослідний інститут судових експертиз Міністерства юстиції України повідомляє:

«В інституті відсутні спеціалісти, які проводять експертизи щодо діяльності (операцій) на фондовому ринку».

¹⁷ Рішення НКЦПФР «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій» від 16.10.2012 р. №1470. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1855-12>.

Державний науково-дослідний експертно-криміналістичний центр МВС України на запит «щодо надання інформації про можливість здійснення в підрозділах Експертної служби МВС судових експертиз та/або експертних досліджень з питань, пов'язаних з діяльністю (операціями, діями тощо) на фондовій біржі, зокрема, але не виключно, з питань встановлення: ознак (фактів) маніпулювання на фондовій біржі; прибутку професійного учасника фондового ринку (або фізичною особою чи третіми особами), отриманого внаслідок маніпулювання або здійснення дій з торгівлі тощо на фондовій біржі; збитків професійного учасника фондового ринку (або фізичної особи чи третіх осіб), яких уникнула така особа внаслідок маніпулювання на фондовому ринку; шкоди охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб, внаслідок маніпулювання або здійснення інших дій з торгівлі тощо на фондовій біржі» повідомляє:

«В Експертній службі МВС немає фахівців, які могли б надати відповіді на поставлені питання».

Інститут права та післядипломної освіти Міністерства юстиції України, в якому проходять обов'язкове навчання та підготовку всі експерти, повідомляє:

«Не проводиться підготовка фахівців, які спеціалізуються на діяльності фондової біржі».

Експертні спеціальності економічного спрямування (тобто бухгалтерського та податкового обліку; фінансово-господарської діяльності; фінансово-кредитних операцій) не охоплюють діяльності на фондовому ринку (біржі) щодо обігу фінансових інструментів. Зазначені експертні спеціальності економічного спрямування не передбачають і відповідну спеціалізацію та не

передбачають навчання експертів особливостям функціонування фондового ринку (фондової біржі).

3.2.3. Стан методологічного та нормативного забезпечення проведення судової експертизи діяльності на фондовому ринку (біржі)

Щодо методологічного забезпечення проведення судової експертизи діяльності на фондовому ринку (біржі) щодо обігу фінансових інструментів слід зазначити таке.

Згідно з пунктом 1.4 Інструкції, «при проведенні експертиз (експертних досліджень) з метою виконання певного експертного завдання експертами застосовуються відповідні методи дослідження, методики проведення судових експертиз».

Відповідно до пункту 6 частини 1 статті 102 КПК України, обов'язковою умовою змістовної частини висновку є «опис проведених досліджень, у тому числі методи, що застосовуються в дослідженні, отримані результати та їх експертна оцінка».

З огляду на це, є всі підстави вважати, що всі висновки експертів, які подаються до суду як докази, у своїй змістовній частині повинні містити інформацію, яка ґрунтується на методиках проведення судових експертиз.

Як з'ясувалось у результаті дослідження Реєстру методик проведення судових експертиз, у тому, що стосується наявності чинної методики проведення судових експертиз з питань, пов'язаних з діяльністю фондового ринку – єдина методика, пов'язана з питаннями функціонування фондового ринку («Методика вирішення судово-економічної експертизою питань, пов'язаних з обігом цінних паперів», рік створення 2000, КНДІСЕ), була скасована 27 січня 2017 р. Про це свідчать дані Реєстру методик проведення судових експертиз.

Водночас Міністерство юстиції України на питання щодо затверджених ним інструкцій, науково-методичних рекомендацій щодо проведення експертних досліджень з питань діяльності фондового ринку та щодо переліку відповідних експертів повідомило:

«Згідно з пунктом 1.3 Інструкції про призначення та проведення судових експертиз та експертних досліджень, затвердженої Наказом Міністерства юстиції України від 08.01.1998 р. № 53/5 (у редакції наказу Міністерства юстиції України від 26.12.2012 р. № 1950/5, зі змінами, внесеними Наказом Міністерства юстиції України від 27.07.2015 р. № 1350/5), під час проведення експертиз (експертних досліджень) з метою виконання певного експертного завдання експертами застосовуються відповідні методи дослідження, методики проведення судових експертиз, а також нормативно-правові акти та нормативні документи (міжнародні, національні та галузеві стандарти, технічні умови, правила, норми, положення, інструкції, рекомендації, переліки, настановчі документи Держспоживстандарту України), а також чинні республіканські стандарти колишньої УРСР та державні класифікатори, галузеві стандарти та технічні умови колишнього СРСР, науково-технічна, довідкова література, програмні продукти тощо».

У цьому аспекті слід зазначити, що республіканські стандарти колишньої УРСР або СРСР не передбачають регламентування діяльності як сучасного фондового ринку, так і фондового ринку у цілому, як і інших ринкових практик, і не містять жодних вимог, умов тощо щодо застосування будь-яких алгоритмів, механізмів і способів їх застосування при проведенні судової експертизи діяльності фондового ринку.

Не знаходить підтвердження наявність чинних, «міжнародних стандартів», які б були частиною національного законодавства, та, враховуючи примат національного права, такі «міжнародні стандарти», не можуть відображати аспекти законодавчого регулювання обігу цінних паперів саме в Україні.

Варто зазначити, що в частині нормативного забезпечення судова експертиза перебуває в залежності від напрацювань НКЦПФР, тобто від наявних Методичних рекомендацій, які докладно розглянуті в § 1 глави 3, та нормативно-правових актів і методик,

що мають бути прийняті у подальшому (див. також § 4 глави 2), та результатів досліджень конкретних випадків маніпулювання. Це створює проблему проведення будь-якого експертного дослідження, адже відповідно до змісту Інструкції висновки експерта обумовлені необхідністю первинної перевірки, ревізії тощо.

Водночас Міністерство юстиції України у листі від 16.04.2018 р. №14849/ПІ-ЮР-264-18/44-4-1 (за підписом заступника Міністра С. Глущенко) зазначило:

«згідно з тематичними планами на 2012–2018 рр. розробка методик (методичних рекомендацій тощо) з питань, пов'язаних з діяльністю (операціями) на фондовому ринку (фондовій біржі), НДУСЕ (науково-дослідними установами судових експертиз) не проводилась»;

«питання щодо розгляду методик з питань, пов'язаних з діяльністю (операціями) на фондовому ринку (фондовій біржі), на засіданнях Науково-консультативної та методичної ради з проблем судової експертизи та Координаційної ради з проблем судової експертизи, які діють при Міністерстві юстиції України, не розглядались»;

«за даними Реєстру методик проведення судових експертиз – методики проведення експертиз з питань, пов'язаних з діяльністю (операціями) на фондовому ринку (фондовій біржі) в Реєстрі відсутні».

Аналогічне твердження наведено у листах науково-дослідних інститутів судових експертиз Міністерства юстиції України, що підтвердили дані про відсутність методик проведення судової експертизи з питань, пов'язаних з діяльністю (операціями тощо) на фондовому ринку (фондовій біржі):

Вінницьке відділення КНДІСЕ:

«Судові експертизи із зазначених Вами питань здійснення операцій на фондовому ринку в Київському НДІСЕ не проводяться, а також відсутні методики вирішення відповідних питань» (лист від 16.04.2018 р.)

Хмельницьке відділення КНДІСЕ:

«Повідомляю, що судові експертизи із зазначених Вами питань здійснення операцій на фондовому ринку в Хмельницькому відділенні Київського НДІСЕ не проводяться, а також відсутні методики вирішення відповідних питань» (лист від 17.04.2018 р.);

Тернопільське відділення КНДІСЕ:

«Судові експертизи із зазначених Вами питань здійснення операцій на фондовому ринку в Тернопільському відділенні Київського НДІСЕ не проводяться, а також відсутні методики вирішення відповідних питань» (лист від 17.04.2018 р. № 22/10-16/60).

Додатково зазначили, що розробка методик проведення судової експертизи з питань, пов'язаних з діяльністю (операціями тощо) на фондовому ринку (фондовій біржі) не проводилась:

Львівське НДІСЕ:

«...Львівським науково-дослідним інститутом судових експертиз методики проведення судових експертиз з наведеного напрямку не розроблялись» (лист від 17.04.2018 р. № 002052/990-01-18).

Київський НДІСЕ:

«...у Київському НДІ судових експертиз розробка методик проведення експертиз з питань, пов'язаних з діяльністю на фондовому ринку (фондовій біржі) не здійснювалась» (лист від 20.04.2018 р. № 07/01-13/6409-18)

Дніпропетровський НДІСЕ:

«...Дніпропетровський науково-дослідний інститут судових експертиз Міністерства юстиції України не здійснював розробку методик проведення експертиз з питань, пов'язаних з діяльністю (операціями) на фондовому ринку (фондовій біржі)» (лист від 17.04.2018 р. № 03/12-05/1589).

Отже, в цілому в Україні з питання функціонування, ціноутворення, регулювання діяльності тощо на фондовій біржі **методик проведення експертиз не існує. Відсутні спеціальні методики**, що стосуються окремих питань при обороті фінансових інструментів, наприклад, фінансовими і банківськими установами – основними операторами ринку боргових інструментів (ОВДП).

Зокрема, за повідомленням Київського НДІСЕ:

«методики та інструкції проведення експертиз саме з питань, пов'язаних з обігом фінансових інструментів у банківських установах, в КНДІСЕ (включаючи відділення) відсутні» (лист від 08.05.2018 р. № 07/01-13/7507-18).

Аналогічна ситуація і з іншими державними експертними установами.

Напевне, саме відсутність належного забезпечення судової експертизи має наслідком неадекватне зростання кількості справ, порушених НКЦПФР за ознаками маніпулювання, та суперечливе судочинство (див. § 6 глави 2 та Додаток 2).

Законність проведення експертизи означає відповідність вимогам допустимості висновку експерта як доказу з урахуванням відповідності принципам здійснення правосуддя в Україні. Відповідно до пункту 3 частини 2 статті 129 Конституції України, одним

з основних принципів судочинства в Україні є змагальність сторін і свобода в наданні ними суду своїх доказів і у доведенні перед судом їхньої переконливості. Відсутність рівного доступу до методів проведення експертизи, так само як і відсутність самих методів, неприпустимо спотворює принцип змагальності, закріплений у статті 129 Конституції України, створюючи рівні «неможливості».

§ 3. Виявлення дій, що є маніпулюванням на ринку: сучасна практика США та ЄС

Регулятори США та ЄС мають структуроване та докладне законодавство, спеціально присвячене зловживанням на фондовому (регульованому) ринку (загальний опис див. у § 2 глави 1 та § 1 глави 4). Далі торкнемося його положень у контексті методологічного забезпечення.

3.3.1. Досвід США

У рамках SEC основним підрозділом, відповідальним за боротьбу з маніпулюванням на ринку цінних паперів, є Департамент правозастосування (Division of Enforcement), який був створений у 1972 р.¹⁸

На Департамент покладено функції збирання доказів про можливі порушення законодавства про цінні папери, рекомендації започаткування розслідувань SEC та органами юстиції внаслідок порушень законодавства на ринку цінних паперів, а також передачу позовів залежно від виду порушення або до адміністративного суду, у рамках SEC, або до Федерального суду. Департамент наділений правом затребувати будь-які документи відносно можливих порушень і взяти показання у підозрюваних. Після завершення

процедури перевірок Департамент направляє результати розслідування в SEC для подальшого прийняття рішення.

Крім того, Департамент наділений правом здійснення адміністративних процедур: видавати накази про відмову, припиняти та анулювати реєстрації, відсторонювати від роботи професійних учасників, конфісковувати будь-які незаконно отримані доходи на ринку та призначати адміністративні штрафи порушникам. Департамент правозастосування SEC тісно співпрацює з іншими аналогічними органами, як у США, так і за межами країни.

В офіційних документах SEC сформовано принципи, якими керується Департамент правозастосування у своїй роботі¹⁹:

1. Орієнтація на дрібного інвестора.
2. Підзвітність осіб за порушення законодавства.
3. Направленість на технологічні зміни.
4. Впровадження найефективніших засобів регулювання.
5. Забезпечення ефективного використання ресурсів.

У 2018 р. SEC було ініційовано 821 справу, 490 з них були «самостійними» справами в межах вирішення SEC, за якими були подання до Федерального суду або адміністративні провадження, а 210 справ, які базуються на результатах дії SEC та потребують подальшого дорозслідування або втручання інших регуляторів або органів юстиції (див. табл. 3.2). З цих 490 справ 10% стосувалися інсайдерської торгівлі та 7% – маніпулювання на ринку.

Протидію маніпулюванням та отриманню інсайдерської інформації на фондовому ринку США разом з SEC здійснюють також саморегулятивні організації. Зокрема, це Національна асоціація фондових дилерів (National Association of Securities Dealers – NASD), служба регулювання фінансової галузі (Financial Industry Regulatory Authority – FINRA), яка була створена на базі NASD у 2007 р.

Автоматизовані системи відслідковування зловживань ринком з'явилися у США в 1980-х роках та на сьогодні включають сигнальну та інформаційно-аналітичну системи: збирається інформація про торги та виявлення взаємозв'язків; реєструються

¹⁸ Division Of Enforcement. URL: <https://www.investopedia.com/terms/d/division-of-enforcement.asp>.

¹⁹ Annual Report Division of Enforcement. URL: <https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2018.pdf>.

Таблиця 3.2

Правозастосування SEC у 2015–2018 рр.²⁰

Правозастосування	2015	2016	2017	2018
Самостійні дії	508	548	446	490
Подальші розслідування	167	195	196	210
Прострочені подання	132	125	112	121
Всього	807	868	754	821

Джерело: U. S. Securities and Exchange Commission. Annual Report Division o Enforcement (2018). URL: <https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2018.pdf>.

прості відхилення характеристик цінних паперів – ціни, обсягу та кількості угод у певний проміжок часу – від середньоринкового значення як в абсолютному, так і у відносному значенні; проводиться аналіз коливань показників щоденних торгів, коригування на сезонність; аналіз комбінованих операцій, які сукупно показують відхилення від тренду. Після сигналу автоматизованої системи починається розслідування. За допомогою математичного моделювання доведено, що поєднання таких характеристик фінансових інструментів, як високий рівень інформаційної асиметрії та низький або середній рівень ліквідності збільшують імовірність маніпулятивних дій з ними при закритті біржового періоду. Імовірність маніпулювання зростає наприкінці місяця або кварталу. Визначено, що лише незначна частка дій щодо маніпулювання (з цінами на момент закриття біржового періоду) виявляється і підлягає переслідуванню при низьких витратах на державне регулювання²¹.

²⁰ 2015 та 2016 роки включають правозастосування, які були подані разом з SEC з питань співпраці щодо постійного розкриття інформації (Municipalities Continuing Disclosure Cooperation – MCDC).

²¹ Так, оціночно, збільшення видатків на регулювання на 1% дозволить зменшити цінові маніпуляції при закритті торгового дня на 2%. (Див.: Comerton-Forde C., Putniņš T.J. Stock Price Manipulation: Prevalence and Determinants. *College of Business and Economics, Australian National University, Australia; UTS Business School, University of Technology Sydney; Stockholm School of Economics in Riga*. 2014. 18 (1). P. 35–36.

Практика доводить, що з метою ефективного контролю за зловживання фондовим ринком необхідно визначити типові для ринку операції маніпулювання, модернізувати систему виявлення маніпулювання, яка б передбачала аналіз ряду показників, виявлення сигналів, а також стимулювати розкриття інформації та встановити систему заходів адміністративної, дисциплінарної та кримінальної відповідальності учасників ринку.

Крім державного регулювання, на окремих біржах також здійснюється контроль за операціями з метою виявлення маніпулювання, проведення розслідувань і ведення справ в арбітражному суді²².

Моніторингом, регулюванням і протидією маніпулюванню займаються спеціальні організації, які діють на базі бірж. У 2003 р. Нью-Йоркська фондова біржа створила власний підрозділ NYSE Regulation (NYSER) для того, щоб розділити надання біржових послуг, контроль за ринком і припинення маніпулювання. До структури NYSEER входять підрозділи, які через автоматизовані системи здійснюють моніторинг ринку, фіксують і розслідують маніпулятивні угоди. Інші підрозділи наділені функціями правозастосування: за допомогою приписів і штрафів вимагають від учасників ринку додержання правил торгівлі на біржі.

Біржі також застосовують інтегровані автоматизовані системи, які поєднують у собі як експертні оцінки біржового ринку, так і сучасні комп'ютерні технології.

Автоматизована система нагляду Нью-Йоркської фондової біржі (Integrate Computer Assisted Surveillance System – ICASS) включає в себе два модулі: базу, в якій зареєстровано більшість з керівників і посадових осіб компаній та філіалів, що зареєстровані на біржі (Automated Search and Match – ASAM), та систему, що має можливість відслідковувати всі угоди, що реєструються на фондовому ринку США та фіксує відхилення у ціні, кількості або нестандартних обсягах угод (Intermarket Surveillance Information System – ISIS). Використовується також й інформаційно-аналітичний інструментарій (інформаційні бази даних і пакети статистич-

²² Астанин Э., Салахутдинов В. Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт. *ПЦБ*. 1999. № 6. URL: <http://old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=453>.

ного аналізу) для аналізу та обробки нестандартних ситуацій під час торгів.

Технологічно ці моделі будуються переважно на трьох основних автоматизованих системах²³:

1. Система реєстрації простих відхилень (Rule Based Systems). Вона здійснює оцінку угод та сигналізує в нестандартних випадках: у разі відхилення від середнього значення щодо ціни, кількості та обсягів виконаних контрактів. Однією з основних недоліків цієї системи є затратність і трудомісткість обробки даних. Для відслідковування та коректного аналізу потрібна велика кількість аналітиків. Досить часто сигнали можуть бути помилковими, які розпорошують нагляд та зменшують оперативність відслідковування за іншими випадками. Тому така система потребує постійного удосконалення. Незважаючи на всі ці недоліки, система реєстрації простих відхилень є поширеною. Для відслідковування маніпулювання за угодами її застосовують на багатьох великих біржах.

2. Системи, що використовують принципи статистичного аналізу (Statistical Rule Based Systems). Такі системи вважаються більш точними. За допомогою індикаторів статистичного аналізу виокремлюються сезонні та внутрішні коливання, таким чином, можна відслідковувати маніпулювання з комбінованою інформацією. Якщо розглядати окремих фінансовий інструмент, то він може мати коливання в межах норми. При використанні статистичного аналізу може братися більш широкий спектр інформації, та лише в такому разі може бути зафіксовано маніпулювання (наприклад, при змові декількох осіб).

NASDAQ має дві окремі системи, які використовують принципи статистичного аналізу для боротьби з маніпуляціями: The Stock Watch and Automated Tracking system (SWATs) та Data Analysis Repository SM (RADARSM). Системи займаються аналізом кожної угоди, що укладається на біржі в режимі он-лайн та на наступний день. У систему закладаються дані про кожен цінний папір, що

²³ Цвижба М. Б. Система регулювання ринку цінних бумаг США. Возможность применения зарубежного опыта в борьбе с неправомерными практиками на рынке ценных бумаг России. *Историческая и социально-образовательная мысль*. 2014. Т. 6. № 6. Ч. 1. С. 215–216.

має лістинг на біржі. До них належать інформація про кількісні характеристики, обсяги, цінові коливання, ринкову активність тощо, а також моделі можливої поведінки конкретного цінного паперу. Якщо присутня нехарактерна діяльність (певні події, незвична активність інвесторів або фірм, які могли б бути зацікавлені в цих цінних паперах, корпоративні події, які опосередковано можуть впливати на котирування цінних паперів), то відомості про таку активність і відхилення від стандартної поведінки направляються до аналітичної групи. Крім того, комп'ютерна система може візуалізувати послідовність кожної угоди з конкретним цінним папером, що впливає на швидкість і точність розслідування.

3. Системи, що включають різні методи аналізу інформації із застосуванням експертних технологій (Complex systems). Фактично, це є комплексна система, що об'єднує два попередні підходи по аналізу та має на меті здійснення більш глибокого аналізу даних, що дає змогу надавати більш об'єктивні висновки щодо маніпулювання на ринку. Основне завдання полягає у вирішенні питань щодо класифікації, моделювання та розпізнавання образів. При цьому застосовуються експертні бази знань, що дозволяють враховувати непрямі взаємозв'язки між подіями. Така система аналізу має надскладне та дороге програмне забезпечення, пов'язане з нейронними мережами, тому поширення таких комплексних систем є обмеженим. Відомі лише спроби створення подібних систем на Нью-Йоркській та Американській фондових біржах.

3.3.2. Регламент ЄС про зловживання на ринку (MAR)

Треба звернути увагу на дійсно комплексний характер європейського законодавства щодо зловживань на ринку:

- врегулювання не тільки класифікації, визначення зловживання та міри покарання, але й опис методологічних підходів до виявлення не лише самого зловживання, але й його спроб;
- націленість на пруденційні заходи;
- вимоги щодо підвищення кваліфікації з питань проблематики зловживань для компетентних органів, представників експертного середовища та судочинства (див. § 2 глави 3).

Регламентом ЄС від 16.04.2014 р. № 596/214 про зловживання на ринку (Market Abuse Regulation, MAR) передбачені базові обмеження щодо маніпулювання, обумовлені правилами належного функціонування, конкретизовані підходи до організації діяльності учасників ринку. Запропоновані підходи спрямовуються на спрощення регуляторних функцій і витрат на їхнє виконання та контроль, що сприятиме усуненню викривлень конкуренції. MAR також визначає застереження перешкоджанню легітимній діяльності та випадковій забороні форм фінансової діяльності, які є законними, якщо відсутні наслідки зловживань на ринку, а дії учасників спрямовані на досягнення законної мети забезпечити ринкову ліквідність. Регуляторам національних фондових ринків встановлена вимога уніфікації підходів до всіх учасників, створення справедливих умов та ефективних заходів, систем і процедур, спрямованих на **запобігання** та виявлення маніпулювання ринком.

Формулювання мети, завдань, підходів і встановлених норм MAR свідчить про системність, прозорість та **пруденційний**²⁴ характер.

Насамперед потрібно звернути увагу на очевидну та досить позитивну відмінність дій європейських регуляторів: у Європі регулюються виключно емітенти, які зробили публічну пропозицію цінних паперів, тобто *публічні компанії*. Це досить принципова позиція, оскільки непублічними компаніями фінансові регулятори не опікуються. Це цілком відповідає законодавчому регулюванню як на загальноєвропейському (Директиви та Регламенти ЄС), так і на локальному (державному) рівні. Проте діяльність непублічних компаній регулюється на рівні загального (цивільного) або комерційного (господарчого) законодавства. Це дуже важливе розмежування, яке не дозволяє змішувати та підміняти поняття. На жаль, останнє притаманне як вітчизняному законодавству, так і діям українського регулятора, який, попри виокремлення останнім часом на національному законодавчому рівні компаній, які здійснили публічну пропозицію, продовжує регулювати тисячі емітентів

²⁴ Первинне значення поняття «пруденційний» пов'язано з латинськими словами «providentia» – «передбачення, передбачливість, обережність» та «providere» – «дивитися вперед, готуватися».

та, відповідно, операції з їх цінними паперами. При цьому приклади реально публічних компаній в Україні відсутні. Напевне, було б доцільніше не стільки опікуватися розширенням повноважень, скільки врахувати міжнародний досвід і сконцентруватися на контролі обігу дійсно ринкового інструментарію – цінних паперів публічних компаній, які допущені до біржових торгів і відповідають хоча б мінімальним вимогам (насамперед щодо ліквідності та регулярного ціноутворення).

Повертаючись до положень MAR, обговоримо також підходи до оцінки так званої «спроби маніпулювання». Оскільки у документі присутня вимога заборони такої спроби, окремо у пункті 41 преамбули Регламенту MAR обговорюється її відмінність від поведінки, яка є маніпулюванням. Спроба маніпулювання може включати ситуації, коли діяльність починається, але не завершена, наприклад, унаслідок невдалої технології або інструкції щодо торгівлі, яка не застосовується. Заборона спроби маніпулювання ринком необхідна, щоб дозволити компетентним органам виявляти та запобігати таким спробам. Із формулювань, наведених у MAR, зрозуміло, що спробою є конкретні дії, а не наміри учасника ринку. (Натомість, як зазначалось у пункті 2.4.6 § 4 глави 2, в українському правовому полі відсутня визначеність у цьому питанні – як і щодо інших понять і термінів, що застосовують при описі ознак маніпулювання).

Необхідно ще раз підкреслити *конкретний та зрозумілий характер* положень MAR. Так, стаття 12 визначає випадки маніпулювання, у тому числі укладання угоди, розміщення замовлення на торгівлю, іншу діяльність або поведінку, яка впливає або може вплинути на ціну одного або кількох фінансових інструментів, поширення інформації через засоби масової інформації, включаючи Інтернет, що може надавати недостовірні сигнали про поставки, попит чи ціну на фінансовий інструмент. При цьому надаються приклади випадків маніпулювання. У статті 13 обговорена прийнята ринкова практика та випадки, коли заборони не застосовуються із законних міркувань, з огляду оцінки рівня прозорості на ринку, ступеня гарантій функціонування ринкових сил тощо. Окремі розділи присвячені конкретним обов'язкам і правилам діяльності учасників ринку, тобто Регламент MAR не тільки визначає заборо-

ни, але й рекомендує ринкові практики та пропонує національним регуляторам країни ЄС затверджувати ринкові практики з врахуванням певних критеріїв. Важливою домінантою документа є вимога забезпечення рівних умов для різних торгових майданчиків та об'єктів регулювання.

У пункті 38 преамбули Регламенту MAR також визначено вимогу передбачати заходи щодо маніпулювання ринку, які можуть бути адаптовані до нових форм торгівлі або нових стратегій. Щоб відобразити той факт, що торгівля фінансовими інструментами дедалі більше автоматизована, бажано, щоб визначення маніпулювання ринком містило приклади конкретних ризикових стратегій, які можуть бути здійснені будь-якими доступними засобами торгівлі, включаючи алгоритмічну та високочастотну торгівлю. Опікуються європейські регулятори також публічністю застосування санкцій, що має позитивне пруденційне навантаження. Відповідно до Регламенту MAR (загальноєвропейський законодавчий акт прямої дії) компетентні органи зобов'язані негайно, відразу після інформування особи, щодо якої винесено таке рішення, публікувати на своєму веб-сайті рішення про санкції або інші адміністративні заходи щодо зловживань на ринку.

Крім того, законодавство ЄС зобов'язує усіх учасників фондового ринку, організаторів торгів і розрахунків створювати та підтримувати механізми, системи та процедури, спрямовані на виявлення фактів і спроб зловживань. Про усі підозрілі угоди і транзакції регулятор ринку повідомляється негайно. Після впровадження вимог MAR у 2014 р. кількість звітів про підозрілі угоди (Suspicious Transaction & Order Report, STOR) суттєво збільшилася. Незалежно від ємності та якості локального ринку, основним джерелом виявлення зловживань на ринку є щільний моніторинг біржових угод та їхнє послідовне дослідження, яке базується на обґрунтованих та апробованих підходах. Виявлення підозрілих угод як стандартизована процедура (без суб'єктивних чинників), формалізована на рівні STOR, можна розглядати як первісний етап виявлення та протидії маніпулюванню.

3.3.3. Досвід Німеччини: процедури BaFin

Розглянемо процедури, розроблені фінансовим регулятором ФРН – Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), який регулює один з найбільш ємних ринків Євросоюзу. Очевидно, що складні ринки з розвинутою системою учасників і значними обсягами операцій потребують використання багатокрокових систем виявлення, класифікації та реагування на ознаки маніпулювання. Для BaFin процедура прийняття рішення щодо наявності достатніх ознак маніпулювання ринком складається з трьох етапів:

1) відділ попереднього аналізу зловживання ринком здійснює нагляд за ринком і проводить первісну ідентифікацію;

2) аналітичний відділ здійснює дослідження маніпулювання ринком та на основі його результатів, приймає рішення про початок формального розслідування. Аналітичний відділ використовує широкий спектр джерел для виявлення та ідентифікації можливих маніпуляцій з ринком, таких як звіти про підозрілі угоди та замовлення (STOR) від осіб, що організують або виконують транзакції, скарги інвесторів, а також результати регулярної нормативної діяльності BaFin;

3) реалізується лише тоді, коли аналіз підтверджує наявність достатніх ознак маніпулювання ринком і аналітичний відділ рекомендує почати офіційне розслідування слідчим органам.

Для обробки великих масивів інформації на усіх етапах процедури виявлення застосовуються спеціальні інструменти і програмне забезпечення («SAP Business Objects Web In-telligence», новітня Комплексна система сигналізації та контролю ринку «ALMA»), використовуються автоматизовані, напівавтоматичні та ручні звіти зі спостереження і аналізу для різних сценаріїв зловживання ринком. За останні роки широке застосування знайшла діалогова мова програмування для здійснення запиту, внесення змін до бази даних та керування базами даних SQL. Для ідентифікації складних схем маніпулювання здійснюється візуалізація даних звітності, доповнення інформації з різних джерел за модульним принципом. Вдосконалюються методи автоматичної обробки текстових новин з елементами комп'ютерного навчання.

У роботі з виявлення маніпулювання ринком BaFin співпрацює із незалежними підрозділами бірж (Trading Surveillance Office, TSO) (співробітники таких підрозділів є одночасно співробітниками бірж, але не підпорядковуються жодному органу управління таких бірж) та іншими суб'єктами ринку. На запити BaFin фінансові установи та інші наглядові органи надають необхідну інформацію. Це дозволяє оцінити фінансовий стан осіб, причетних до підозрілих операцій, їх зв'язки та напрями перерозподілу незаконних прибутків. У випадках виявлення міжнародних транзакцій запити надаються до компетентних органів інших держав. Обмін інформацією у цих випадках регулюється Багатостороннім Меморандумом про взаєморозуміння (MOU) Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) та, більшою мірою, Багатостороннім Меморандумом про взаєморозуміння Наглядового органу Євросоюзу по ринках цінних паперів (ESMA).

Слід загострити увагу на процедурі покровокового просюювання великої кількості інформації для виявлення об'єктів підвищеного ризику, аналіз яких може надати інформацію про випадки маніпулювання цінами. Саме так має здійснюватися пруденційний, обережний та передбачливий нагляд, що концентрований не на окремих фактах порушень, а на запобіганні ризикам, пошуку їхніх джерел та встановленню запобіжних заходів. Регуляторна діяльність здійснюється не за фотографією операцій сьогодення, а за прогнозуванням стану ринку наперед, виявленням серед значної кількості транзакцій найбільш підозрілих і концентрації зусиль на сферах підвищених ризиків. При такому підході усі учасники ринку розуміють умови діяльності та працюють у прозорому наглядovому середовищі.

Таким чином, протидія маніпулюванню відповідно до європейської практики не тільки вимагає суворого кримінального покарання за зловживання ринком, але й пропонує обережність у застосуванні санкцій і комплекс попереджувальних заходів.

Сучасні фондові біржі та фінансові регулятори постійно розробляють різноманітні методи та моделі виявлення біржового зловживання, але проблема залишається актуальною. Випадки маніпулювання періодично спостерігаються у різних країнах, на розвинених ринках і на ринках, що розвиваються, на біржах

(регульованих ринках) та інших торговельних майданчиках (див. *Методологічний коментар*).

3.3.4. Науково-практичні дослідження щодо виявлення зловживань на ринку (стислий огляд)

Постійний розвиток фінансового ринку, ускладнення біржових технологій і фінансових інструментів зумовили широке залучення науковців до вирішення цієї проблеми. Нижче наведено стислий огляд науково-практичних досліджень, присвячених проблемі маніпулювання.

Зокрема, серед *теоретичних досліджень* варто визначити роботи, у яких системно розглядали маніпулювання. Аллен та Гейл²⁵ вивчили історію маніпулювання з цінами акцій і класифікували маніпулювання. Ярроу²⁶ досліджував, чи може крупний трейдер впливати на акції та отримати прибуток без застосування маніпулювання. Згодом Ван Боммел²⁷ розробив модель для маніпулювання на основі інформації на фондовому ринку. Чакраборті та Їлмаз²⁸ розробили модель маніпулювання за участі інформованих інсайдерів. Опрі, Хансон і Портер²⁹ розробили експериментальну модель для вивчення того, чи можуть маніпулятори розхитувати ціни на предикативному ринку (щодо створюваних активів, вартість яких пов'язана з певною подією).

Значно менше *емпіричних досліджень* щодо кількісної оцінки впливу на ціну та прибутку маніпуляторів. Зокрема, Хваджа та

²⁵ Allen, F., Gale, D. (1992). Stock-price manipulation. *Review of Financial Studies*, 5, 503–529.

²⁶ Jarrow, R. A. (1992). Market manipulation, bubble, corners, and short squeezes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 311–336.

²⁷ Van Bommel, J. (2003). Rumors. *The Journal of Finance*, 58, 1499–1519.

²⁸ Chakraborty, A., Yilmaz, B. (2004). Informed manipulation. *Journal of Economic Theory*, 114, 132–152.

²⁹ Oprea, R., Hanson, R., Porter, D. (2005). Information aggregation and manipulation in an experimental market, working paper. George Mason University Interdisciplinary Center for Economic Science.

Міан³⁰, Кукукоглу³¹, Актас та Доганай³², Феліксон та Пеллі³³, Аггарвал та Ву³⁴ досліджували кількісні характеристики та моделі зловживань, у тому числі маніпулювання щодо ціни закриття, використовуючи дані, отримані від бірж Пакистану, Туреччини, США.

Особливо важливим є напрям формалізації звітності для виявлення та прогнозування ризиків, пов'язаних з маніпулюванням.

Для опрацювання проблеми виявлення ознак маніпулювання необхідна обробка даних звітності учасників фондового ринку. Більшість регуляторів ринку у різних країнах збирають та оприлюднюють цю інформацію, повідомляють про випадки маніпулювання, що сприяє формуванню прозорого середовища контролю для розвитку операцій.

Будь-який аналіз винятково на підставі публічних даних про динаміку цін буде лише попереднім, проміжним, достатньо умовним, оскільки не ґрунтується на достатньому обсязі даних. Для дійсно об'єктивного дослідження доцільний ретельний аналіз відомостей про учасників операцій (членів біржі та їхніх клієнтів – хоча б у неособленому, деперсоніфікованому вигляді), всі подані заявки (виконані, невиконані, зняті, скориговані, в розрізі адресних/безадресних), стан виконання (умови розрахунків), статус угод (виконані/анульовані), внесені зміни до угод, ступні відповідності тим чи іншим ціновим орієнтирам (бенчмаркам) тощо.

³⁰ Khwaja, A. I., Mian, A. (2003). Trading in phantom markets: Price manipulation in an emerging stock market, working paper.

³¹ Küçükog̃lu, G. (2004). Intra-day stock returns and close-end price manipulation in the Istanbul stock exchange. In *Proceedings of the sixth international conference in economics*. Middle east Technical University, Ankara, Turkey; Küçükog̃lu, G. (2015). Closing price manipulation in Borsa Istanbul and the impact of call auction sessions. *Borsa Istanbul Review*, 15–3, 213–221.

³² Aktas, R., Dog̃anay, M. (2006). Stock-price manipulation in the Istanbul stock exchange. *Eurasian Review of Economics and Finance*, 2, 21–28; Aktas, R., Dog̃anay, M. (2017). The intermediary institutions which are preferred for manipulative trading: Evidence from an emerging market. *Issues in Business Management and Economics*, 5, 70–80.

³³ Felixon, K., Pelli, A. (1999). Day end returns-stock manipulation. *Journal of Multinational Financial Management*, 9, 95–127.

³⁴ Aggarwal, R. K., Wu, G. (2006). Stock market manipulations. *Journal of Business*, 79, 1915–1953.

Методи маніпулювання фондового ринку мають різні форми. Так, на думку Аллена та Гейла, вони класифікуються на основі дії (вплив менеджерів на об'єкт інвестування), на основі інформації (надання неправдивих відомостей, поширення чуток тощо) та на основі торгівлі (створення іміджу активного ринку, штучні зміни ціни або обсягу продажу з метою залучення інвесторів тощо). Для сучасних фондових ринків найбільш поширеними є методи маніпулювання другого та третього типів.

Цікавий досвід організації виявлення ознак маніпулювань на фондовому ринку для країн, що розвиваються, представлений у роботі фахівців з Туреччини³⁵. Запропонована авторами модель прогнозування ознак побудована на статистичних дослідженнях Стамбульської фондової біржі (ISE).

Слід зазначити, що інформація про показники ринку та випадки маніпулювання у Туреччині є публічною та представлена у щотижневих Бюлетенях Ради ринків капіталу.

За допомогою системи фінансових показників, розрахованих на основі звітності учасників торгів, запропоновані різноманітні багатомірні статистичні моделі (дискримінантний аналіз, логістична регресія, пробіт- і логіт-моделі тощо). Використані методи нечіткої логіки та інструментарій нейронних мереж. Дослідження продемонструвало переваги методів інтелектуального аналізу, особливо інструментарію нейронних мереж, що пояснюється більшою чутливістю до виявлення відхилень у статистичних даних. Автори запропонували математичний апарат виявлення шахрайства з обсягами та цінами цінних паперів, яке мало чотири послідовні фази та спрямовувалося на отримання неправомірної вигоди за рахунок інших учасників ринку. Показники операцій, пов'язаних з маніпулюванням, порівнювалися з середніми ринковими параметрами.

Для дослідження використовувалися такі показники, як середня доходність цінних паперів (акцій) за день, середні зміни обсягу торгів, статистика волатильності показників за день (середнє

³⁵ Hulusi Og̃ut, M. Mete Dog̃anay, Ramazan Aktas (2009). Detecting stock-price manipulation in an emerging market: The case of Turkey. *Expert Systems with Applications*, 36, 11944–11949.

квадратичне відхилення). Показники розраховувалися для трьох періодів (до початку, у фазі та після операції маніпулювання цінами акцій), а також порівнювалися з аналогічними показниками (доходність, обсяг торгів, волатильність для індексу – ринкового бенчмарку)³⁶.

Отримані турецькими дослідниками результати показали високу статистичну достовірність і підтвердили доцільність розвитку інструментарію нейронних мереж для виявлення ознак маніпулювання ринком.

Для України цей досвід цікавий з точки зору застосовуваного інструментарію дослідження, методології, публічності інформації про випадки маніпулювання, доступності статистики. Водночас через нерозвиненість ринку акцій та умовність його бенчмарків в Україні (див. § 3 глави 1), зазначені методологічні підходи навряд чи забезпечать статистично значущі результати – на відміну від ринку державних облігацій, щодо яких нижче наведено приклад застосування подібного інструментарію.

§ 4. Виявлення ознак маніпулювання ринком в Україні: узагальнення, можливі підходи та перспективний інструментарій

3.4.1. Недосконалість методологічної основи для протидії маніпулюванню

Враховуючи важливу роль фондового ринку для розвитку економіки України, важко переоцінити проблему розробки прозорого та ефективного методологічного апарату моніторингу ризиків, необхідну для забезпечення належного функціонування ринку.

³⁶ Динаміка ціни (доходності) акцій порівнювалася з національним індексом ISE National-All Shares Index, акцій інвестиційних трастів – з індексом ISE Investment Trust.

Питання розробки та впровадження єдиних і прозорих заборонних правил на фондовому ринку України набуває особливої актуальності саме зараз, коли опрацьовуються і обговорюються законопроекти щодо наближення правил роботи вітчизняних ринків до вимог євродиректив та регламентів ЄС³⁷. Проте, за оцінками фахівців, у законопроектах відсутні регламентні положення щодо правил роботи ринків, санкцій для їхніх учасників тощо (див. главу 5). Замість необхідних формалізованих та прозорих правил роботи прописані виключні повноваження регулятора. Прийняття відповідних законів без розробки методологічної бази руйнує фондовий ринок і несе величезні корупційні ризики³⁸. Характеризуючи наявну систему державного регулювання та відповідну їй «методологічну основу», можна констатувати відсутність системи як такої, непередбачуваність і навколополітичний каральний контекст дій регулятора (див. також § 6 глави 2 та Вставку 2.17).

Як уже зазначалося у § 1 глави 3, вкрай важко виокремити якусь логіку та зрозумілі підходи в діях вітчизняного регулятора, особливо за наявності нечітких норм у законодавстві. Спостерігаючи за наслідками правозастосування НКЦПФР, можемо тільки дивуватися: як в умовах правової невизначеності та хибного методологічного підходу НКЦПФР «вдається» так довго та масово підміняти поняття та накладати таку аномальну кількість фінансових санкцій?

Не можна обійти пруденційну складову в діях регулятора щодо запобігання маніпулюванню. Насамперед у порівнянні з європейським досвідом. На практиці пруденційний нагляд пов'язаний зі встановленням прозорих норм та правил і визначенням конкретних процедур їх дотримання, перенесення уваги регулятора від конкретних порушень до виявлення системних ризиків та їх запобігання у майбутньому. Саме обережного та передбачливого підходу бракує регуляторам фінансових ринків (насамперед

³⁷ Проекти Законів України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» від 01.09.2017 р. № 7055, «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту інвесторів від зловживань на ринках капіталу» від 04.07.2018 р. № 6303-д.

³⁸ Кошовий О. Що не так з законопроектами НКЦПФР? *ZN.UA*. 10.07.2018. URL: https://dt.ua/ECONOMICS/scho-ne-tak-z-zakonoproektami-nkcpfr-282689_.html.

НКЦПФР). Зрозуміло, що в умовах відсутності точного Закону пруденційна складова перетворюється на черговий фарс. Першим кроком попереджувального характеру щодо боротьби з маніпулюванням має стати зрозуміле, чітке та однозначне тлумачення такого правопорушення у законодавстві.

Тим не менше, ще в 2011 р. було прийнято Порядок запобігання маніпулювання цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі³⁹, який начебто спрямований на впровадження саме пруденційних підходів. Проте в умовах правової невизначеності цей Порядок лише додав до заручників непередбачуваності дій НКЦПФР ще й фондові біржі, які стали відповідальними за виявлення маніпулювання.

3.4.2. Обробка звітності учасників ринку: необхідність комплексної автоматизації та перспективний інструментарій

Сучасний організований фондовий ринок України, незважаючи на свою недосконалість, має усі ознаки складної системи, елементи якої характеризуються значними кількісними показниками звітності, що потребує комплексного дослідження, з подальшим узагальненням наявних ризиків зловживання, виявленням сфер підвищених ризиків і спрямуванням на них уваги представників НКЦПФР.

На початку 2018 р. в обігу на фондових біржах перебувало до 900 випусків цінних паперів з унікальними ISIN, у тому числі 243 випуски ОВДП. На організованому фондовому ринку України у 2017 р. укладено майже 124 тис. біржових контрактів (у тому числі 11 тис. з ОВДП). Як наслідок, при розгляді комбінацій (угод на фондовій біржі за участі численних учасників торгів та їх клієнтів, за різними критеріями, як це пропонує визначення маніпулювання) за більш-менш тривалий період кількість варіантів у системі швид-

³⁹ Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі» від 14.06.2011 р. № 716. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1045-11>.

ко досягає порядків 107–109. В аспекті кримінальної кваліфікації завдання ще більш ускладнюється, оскільки необхідним є доведення причинно-наслідкового зв'язку між комбінаціями угод, що спричинило штучну зміну цін, та іншими комбінаціями, що дозволили отримати зиск від такої зміни цін.

Без спеціальної системи обробки звітності учасників біржових торгів об'єктивний та ефективний моніторинг стану ринку є неможливим⁴⁰. Для виявлення ознак незвичайних подій регулятор має орієнтуватись у системі поточних індикаторів стану ринку, його тенденціях і причинах змін показників. На жаль, відповідна робота у НКЦПФР не здійснюється. Методичні рекомендації, як і практика правозастосування, навіть не згадують про автоматизовану систему обробки звітності або систему її аналізу, яка спрямовувалася б на формування даних про тренди фондового ринку, що є необхідними, з точки зору змісту чинного законодавства. Це створює додаткові підстави для сумнівів у правомірності висновків НКЦПФР щодо наявності/відсутності ознак та/або випадків маніпулювання у конкретних фінансових операціях.

Відповідно до пункту 4.1.3 Концепції пруденційного нагляду (прийнятої ще у 2012 р.)⁴¹, необхідною передумовою ефективного використання пруденційних нормативів (додамо від себе: та й ефективного регулювання взагалі) є створення автоматизованої системи обробки звітних даних професійних учасників фондового ринку, що дозволить зменшити навантаження на спеціалістів Комісії та мінімізувати застосування суб'єктивної оцінки. Перед НКЦПФР визначено завдання створити єдиний інструментальний програмний комплекс, який буде містити окремі модулі прийому звітних даних всіх учасників фондового ринку з можливістю подальшого їхнього аналізу за відповідними критеріями⁴².

⁴⁰ Попутно виникає питання: чи дійсно є необхідність аналізувати всі угоди на фондовому ринку з огляду на штучність ціноутворення на більшість фінансових інструментів? (Див. *Висновки до глави 1*).

⁴¹ Рішення НКЦПФР «Про схвалення Концепції запровадження пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку» від 12.04.2012 р. № 553. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/vr553863-12>.

⁴² Ступінь якості аналізу звітності ілюструє той факт, що елементарну перевірку відповідності цін угод, що укладаються торговцями цінними паперами,

Концепція пруденційного нагляду визначає за мету «створення комплексної інформаційної системи, що містить інформацію реєстру ліцензіатів, звітності професійних учасників фондового ринку, результатів перевірок і застосованих заходів впливу дозволить комплексно використовувати всю накопичену інформацію на всіх рівнях нагляду – від набуття статусу професійного учасника ринку цінних паперів до припинення діяльності шляхом надання необхідного рівня доступу до такої бази даних співробітникам НКЦПФР для забезпечення реалізації окремих функцій нагляду. У результаті аналізу даних інформаційної системи Комісія матиме змогу робити висновки щодо достатності капіталу та платоспроможності, наявних категорій активів, ефективності інвестиційної діяльності, аналізу та контролю управління ризиками, ринкової поведінки тощо».

Будь-якої публічної інформації щодо розробки такого програмного комплексу немає, але фактично можна констатувати відсутність систематизованих статистичних даних і навіть технічну неможливість отримання відомостей на запити, оформлені згідно з Законом України «Про доступ до публічної інформації» від 13.01.2011 р. № 2939-VI. Зокрема, у 2018 р. науковці звернулися до НКЦПФР з проханням надати консолідовані відомості про біржові угоди з цінними паперами для їхнього аналізу (в тому числі для вироблення ефективного інструментарію виявлення зловживань на ринку), у деперсоніфікованому вигляді, тобто за вилучення кон-

наявним ринковим орієнтирам (біржовому курсу та ціні закриття) з метою виявлення «підозрілих» договорів (див. § 3 глави 1) регулятор виконати неспроможний та переклав її на учасників ринку. Через не надто зручний функціонал загальнодоступної інформаційної бази даних НКЦПФР торговці цінними паперами мають відслідковувати веб-сайти бірж, застосовувати веб-сервіси СРО, оцінювати актуальність цінних індикаторів (чи розраховані вони більше чи менше 12 місяців тому) та ще й самостійно вирішувати методологічні складнощі, пов'язані з тим, що чимала кількість випусків цінних паперів має обіг на кількох фондових біржах одночасно. Жодним нормативно-правовим актом НКЦПФР не врегульовано, яку саму ціну закриття чи біржовий курс застосовувати у випадку одночасного обігу цінного папера на кількох біржах: мінімальну, максимальну, середню, останню за часом розрахунку? Аналогічно функції виявлення емітентів цінних паперів, що мають ознаки фіктивності, перекладено на фондові біржі, які, звісно, мають доступ до значно меншого обсягу інформації, ніж регулятор.

фіденційних даних про учасників біржових торгів. Проте НКЦПФР відповіла про відсутність технічної можливості щодо виокремлення та надання таких даних. Хоча міжнародна практика свідчить про зацікавленість регуляторів ринку та бірж у взаємодії з науковцями з метою впровадження різних методів аналізу зловживань на ринку та обрання оптимальних інструментів для виявлення маніпулювання.

Водночас, зважаючи на обсяг вітчизняного ринку, можна впевнено припустити, що надскладних дорогих автоматизованих систем сьогодні не потрібно. Достатнім та доречним буде використання опублікованих методик і відкритих (безкоштовних) програмних сервісів. Було б бажання.

Як приклад, вважаємо за можливе розглянути застосування методики нейронних мереж для вирішення завдання аналізу складних багатомірних звітів, групування однорідних об'єктів і виявлення випадків відхилення від середніх характеристик. Зокрема, йдеться про використання самоорганізаційних карт Кохонена⁴³, які надають важливу та зручну візуалізацію розміщення близьких об'єктів з урахуванням значень усіх показників, на кшталт географічної карти. Об'єкти (угоди) з стандартними, близькими характеристиками розміщуються поруч у середині карти, а об'єкти, що мають значні відмінності, розташовуються на її межах. Саме на такі групи має звертати увагу регулятор ринку з метою виявлення ознак і фактів маніпулювання. Метод структурно-функціональних груп (метод-СФГ) вже використано для дослідження профілю ризиків банків України та ризик-орієнтованого банківського нагляду⁴⁴. Відповідний інструментарій пропонується поширити для аналізу інших фінансових систем: для аналізу та моніторингу фондового ринку та виявлення операцій з підвищеним ризиком маніпулювань.

⁴³ Дебок Г. Анализ финансовых данных с помощью самоорганизующихся карт. Москва: АЛЬПИНА, 2001, 317 с.

⁴⁴ Заруцька О. П. Банківський нагляд з використанням структурно-функціонального аналізу: теорія, світовий і вітчизняний досвід: монографія. Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013, 379 с.

Для демонстрації методу-СФГ у спрощеній формі було обрано відомості щодо параметрів торгів ОВДП (однією з найбільш ліквідних серій⁴⁵) на трьох провідних біржах України (ФБ «Перспектива», ПФТС, «Українська біржа»⁴⁶) за липень 2017 р. – березень 2018 р.

Це дослідження ґрунтувалося на публічних даних (насамперед щодо цін та обсягів торгів), натомість суттєві для аналізу відомості (зокрема, про учасників конкретних угод – торговців цінними паперами та їх клієнтів) були відсутні. Тим не менше, певні висновки можна зробити і з використанням обмеженого обсягу даних.

Для кожного торгового дня по всіх біржах, де впроваджені в обіг ОВДП, зафіксовано такі дані:

Suma – денний обсяг торгів;

Min – відхилення мінімальної ціни від середньозваженої;

Max – відхилення максимальної ціни від середньозваженої;

Price – середньозважена ціна (більш адекватною характеристикою можна було б вважати біржовий курс, але випадки його розрахунку за ОВДП майже відсутні);

Sprav – відхилення середньозваженої ціни від справедливої (за даними НБУ);

Diap – різниця між максимальною та мінімальною ціною.

Дані виборки представлені у табл. 3.3.

⁴⁵ Відповідно до звіту НКЦПФР за 2017 р., річний обсяг торгів ОВДП ISIN UA4000198469 склав 8135,96 млн грн (4,29% загального обсягу торгів ОВДП на фондових біржах).

⁴⁶ Фактично тільки на цих трьох фондових біржах і присутні біржові контракти з ОВДП, що додатково підтверджує значущість цього фінансового інструменту для національного ринку капіталу. Фондові біржі, які не впровадили в обіг державні облигації, не змогли й забезпечити ліквідність і скільки-небудь значущу частку в загальному обсязі біржових угод в Україні, тож поступово залишають ринок (у 2016–2017 рр. кількість ліцензованих фондових бірж скоротилася з 10 до 5).

Таблиця 3.3

**Інформація про умови торгів ОВДП ISIN UA4000198469
на провідних фондових біржах України
за липень 2017 р. – березень 2018 р.**

Показники	Біржа 1		Біржа 2		Біржа 3	
	Угоди I типу	Угоди II типу	Угоди I типу	Угоди II типу	Угоди I типу	Угоди II типу
Кількість днів торгів	43	22	90	41	49	1
Обсяг торгів, тис. грн	1 611 452,4	548 575,2	4 635 667,1	1 797 609,7	6 405 561,0	2 800,1
Мінімальна ціна, грн	27 121,6	26 290,6	26 832,6	26 984,8	27 255,8	25 000,0
Максимальна ціна, грн	27 240,4	26 505,9	28 073,8	28 124,7	28 339,8	25 000,9
Середньозважена ціна, грн	27 194,8	26 405,2	27 535,0	27 716,8	27 831,9	25 000,5

Джерело: Розраховано за даними фондових бірж.

Окремо розглядалися торги за адресними та безадресними угодами (угоди I типу) та операції РЕПО (угоди II типу), оскільки умови угод РЕПО, як правило, відрізняються. Інформація систематизувалась у вхідному файлі для побудови карти Кохонена, фрагмент якого наведено у табл. 3.4.

Таблиця 3.4

Вхідна інформація для побудови карти Кохонена (приклад)

Data	Birga	Torg	Suma	Price	Min	Max	Sprav	Diap
27.07.2017	1	1	16 544 171,28	25 931,30	25904	26357	-726,22	452
27.07.2017	1	2	44 713 502,10	24 433,61	23956	24883	-2 223,92	928
04.08.2017	1	1	6 595 000,00	26 380,00	26380	26380	-789,69	0
08.08.2017	1	1	31 169 706,00	25 974,76	25905	26044	-1 089,08	139
08.08.2017	1	2	29 286 780,00	24 405,65	24344	24468	-2 658,19	124

Джерело: Розраховано за даними фондових бірж.

Слід зазначити, що для ефективного використання методу-СФГ бажано збільшувати кількість індикаторів, що характеризують угоди для охоплення різних аспектів та умов торгів. Бажано також вибирати показники з невисоким значенням парної кореляції (взаємної залежності). Проте, на відміну від традиційних статистичних моделей, нейронні мережі здатні виявляти зв'язок і формувати однорідні групи для будь-якого набору показників, навіть якщо окремі дані у вхідних таблицях відсутні. При збільшенні кількості показників результати стають більш інформативними.

Карта Кохонена побудована за допомогою програмного комплексу Viscovey SOMine. Отримана карта представлена на рис. 3.1. Вона складається з 10 однорідних різнокольорових кластерів, що мають певні структурно-функціональні характеристики. Найбільші за обсягом угоди з максимальним значенням індикатора **Suma** зосереджені у північно-східному куті карти. На діагональній відстані розташовані угоди з найбільшим рівнем цін Price та мінімальних цін **Min**. Окремий північно-західний кут займають угоди з найбільшим відхиленням між максимальною та мінімальною угодами за день, тобто максимальним рівнем **Diap**. Максимальне значення показників **Sprav** і **Max** спостерігається на західній межі карти.

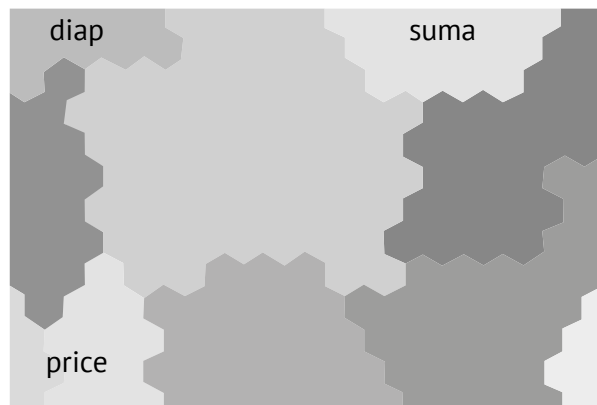


Рис. 3.1. Загальний вигляд карти Кохонена за даними торгів ОВДП

Джерело: Розраховано за даними фондових бірж.

Кожна точка карти – це місце розташування однієї або кількох угод за даними їх структурно-функціональних індикаторів. Якщо порівняти місце розташування угод різних бірж, можна отримати дані щодо профілю ризиків і характерних особливостей операцій учасників торгів на таких біржах.

На рис. 3.2 представлено порівняння розподілу угод Біржі 1 та Біржі 3 за визначений період. Операції Біржі 2 є найбільш численними та розподіленими на карті досить рівномірно. Водночас між угодами Біржі 1 та Біржі 3 очевидно є велика різниця.

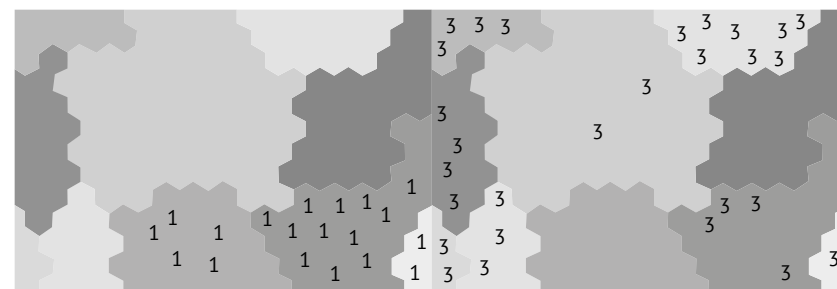


Рис. 3.2. Порівняння розподілу угод Біржі 1 та Біржі 3 на карті Кохонена за даними торгів ОВДП

Джерело: Розраховано за даними фондових бірж.

Угоди Біржі 1 займають південь карти, де є підвищеним рівень мінімальних і середніх цін і, навпаки, найменшими обсяги операцій. Водночас угоди Біржі 3 присутні серед випадків найбільших сум, цін і діапазонів між мінімальними та максимальними цінами. Така різноманітна віддаленість від центральних, середніх умов є цікавою з точки зору специфіки операцій на біржі.

Аналіз можна доповнити випадками нанесення на карту угод, щодо яких є підтвердження фактів маніпулювання. Зацікавленість викликають угоди, які розташовуються поруч із фактами зловживань, тобто мають близькі характеристики. Як правило, підозрілі угоди потрапляють у кути та близько до меж карти.

За допомогою методу можна оцінити зміни ризиків зловживань на ринку у послідовні періоди, виявляти особливості підозрілих операцій та їх еволюцію тощо.

Як уже зазначалося, предметом дослідження були обрані саме державні облигації, зважаючи на їхню суттєво вищу ліквідність і значущість для національного ринку капіталу. Крім того, одним з важливих критеріїв дослідження було порівняння цін біржових угод із справедливою вартістю, що розраховується НБУ⁴⁷. Це вбачається достатньо коректним (але за умови достатньої ліквідності конкретної серії ОВДП, врахування параметрів розрахунків для угод з відстроченим виконанням, особливостей операцій РЕПО тощо)⁴⁸.

Натомість для акцій вітчизняних емітентів такі підходи значно менш прийнятні, оскільки в українських умовах волатильність індексів акцій вкрай висока, а ліквідність і репрезентативність – абсолютно недостатні для їхнього застосування як бенчмарку (див. § 3 глави 1). Відповідно, наразі відсутні підстави вважати, що використання індексів акцій для виявлення маніпулювання вбачається скільки-небудь статистично значущим.

⁴⁷ Порядок оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності Національного банку України або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань: Постанова Правління НБУ «Про схвалення деяких розпорядчих актів Національного банку України» від 26.10.2015 р. № 732. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0732500-15>.

⁴⁸ Зважаючи на ці особливості, доходність для облигацій виступає не менш значущим критерієм для аналізу, ніж ціна. Хоча ціноутворення на ринку державних облигацій є значно більш прогнозованим, аніж на ринках інших цінних паперів українських емітентів (середньозважені показники доходності є доволі порівнюваними у всіх сегментах ринку – при розміщенні, на біржах та поза біржами), але діапазон (коридор) між максимальними та мінімальними значеннями доходності залишається доволі широким. Принаймні, за наслідком аналізу періоду 2010–2015 рр. помітної тенденції щодо звуження діапазону коливань та мінливості доходності ОВДП не виявлено. (Див. Заруцька О. П. Облігації внутрішніх державних позик в Україні: особливості ціноутворення в умовах недосконало-го ринку. *Український соціум*. 2018. № 1. С. 74–94. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Usoc_2018_1_8).

Висновки до Глави 3

З огляду на проведені дослідження щодо стану методичного та судово-експертного забезпечення розслідувань, пов'язаних із зловживанням ринком, можна констатувати:

- наявні в Україні Методичні рекомендації не містять понятійно-термінологічного та методологічного апарату, не враховують стан розвитку ринку та специфіку різних практик маніпулювання, ігнорують специфіку різних фінансових інструментів, не передбачають ані використання математичних моделей, ані автоматизованої обробки інформації;
- завдання забезпечення правосуддя експертним супроводом щодо дослідження дій на фондовій біржі при обігу фінансових інструментів в Україні сьогодні не може бути вирішене: відсутні фахівці відповідної кваліфікації, методики експертних досліджень, спеціальності, які враховують специфіку фондового ринку; не врахована на експертному рівні галузь знань про методи експертного дослідження питань діяльності фондового ринку (фондової біржі);
- у розпорядженні НКЦПФР відсутній задекларований для впровадження інструментальний програмний комплекс, який дозволив би автоматизовано обробляти інформацію щодо ринкової поведінки; наслідком цього є селективне (вибіркове) та не завжди обґрунтоване правозастосування щодо фактів зловживань на ринку, суперечливі судові рішення та посилення корупційних ринків;
- пруденційна складова щодо запобігання зловживанням у нормативних документах і діях НКЦПФР, хоча й задекларована, але фактично відсутня;
- незважаючи на вкрай незадовільний стан речей, НКЦПФР не впроваджує на законодавчому, нормативному та методологічному рівнях дієвих механізмів запобігання та виявлення зловживань ринком;
- водночас ІТ-спроможність ринку можна розглянути як достатню, так само як і наявність опанованих методів математичних досліджень;
- сучасне європейське законодавство є комплексним і врегульовує не тільки класифікацію та докладне визначення зловжи-

вань, але й методологічні підходи до виявлення зловживання та його спроб, націлена на пруденційні заходи та вимагає підвищення кваліфікації всіх учасників процесу правосуддя;

– практика правозастосування європейських фінансових регуляторів передбачає чіткий алгоритм дій, одним з обов'язкових елементів якого є оброблення масивів інформації за допомогою спеціальних інструментів і програмного забезпечення.

Відповідно до зобов'язань України, згідно з Угодою про асоціацію між Україною та Європейським Союзом у частині реформування фондового ринку, в тому числі імплементації Директиви ЄС № 2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання ринком та встановленого поточного стану речей, можна сформулювати низку завдань щодо розглянутих питань:

1. Для фондового ринку повинна бути впроваджена дієва система досліджень, застосування якої в процесі встановлення наявності ознак маніпулювання має стати обов'язковим попереднім етапом у процесі встановлення наявності ознак маніпулювання ринком і подальшого розгляду справи та правозастосування. Правозастосування без обов'язкового попереднього використання даних системи аналізу слід заборонити. Для обробки великих масивів даних необхідно використовувати адекватні математичні підходи та апаратні засоби. Це повинно унеможливити суб'єктивне застосування «ручного керування». Підґрунтям для цього повинен стати чіткий понятійно-термінологічний апарат. Більше того, НК-ЦПФР повинен розробити та затвердити спеціальні ринкові практики (правила) поведінки учасників торгів на біржах щодо обігу фінансових інструментів з низькою ліквідністю, free-float, у тому числі емітентів непублічних компаній тощо.

2. Застосування автоматизованих аналітичних систем при виявленні зловживань на фондовому ринку необхідно затвердити на законодавчому рівні. Такі системи повинні базуватися на основі чітких, встановлених законом, механізмах протидії зловживанням ринком, зрозумілих та однозначних якісних і кількісних критеріях, що дозволить побудувати алгоритмічну математичну модель.

3. Інститут судової експертизи має бути забезпечений: 1) відповідними кадрами, які пройшли спеціалізоване навчання (як того вимагає Директива 2014/57/ЄС); 2) акредитацією нової спеціаліза-

ції, що враховує специфіку галузі знань; 3) розробленими та впровадженими методами (методиками), які враховують необхідність попереднього висновку експертів, за обов'язкового застосування та використання автоматизованої системи аналізу інформації.

Г Л А В А 4

АСQUIS ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ ЩОДО ЗЛОВЖИВАНЬ НА РИНКАХ КАПІТАЛІВ

§ 1. Законодавство Європейського Союзу про кримінальні санкції за зловживання на ринку капіталів

Угодою про асоціацію України з Європейським Союзом передбачено, що Україна забезпечить поступове приведення у відповідність своїх чинних законів і майбутнього законодавства до *acquis* ЄС¹. Наступним кроком, відповідно до підтримуваної наразі стратегії, є вступ України до ЄС², що також ще більшою мірою обумовить необхідність зближення законодавств. Отже, важливим є те, в якому напрямі повинні відбуватися та нині відбуваються зміни в національному законодавстві України. Щодо базових чинників, то основними завданнями змін в українському законодавстві є його зближення із законодавством європейським – *acquis* ЄС³.

¹ Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011.

² Постанова Верховної Ради України «Про попереднє схвалення законопроекту про внесення змін до Конституції України (щодо стратегічного курсу держави на набуття повноправного членства України в Європейському Союзі та в Організації Північноатлантичного договору)» від 22.11.2018 р. № 2622-VIII. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2622-viii>.

³ *Acquis* ЄС – це сукупність спільних прав і зобов'язань, які є обов'язковими для всіх держав-членів ЄС. Країни-заявники повинні прийняти *acquis*, перш ніж вони можуть приєднатися до ЄС. Відступи від *acquis* надаються лише у виняткових

Повною мірою все, що стосується приведення чинного українського законодавства у відповідність до *acquis* ЄС, є дотичним зближенню українського законодавства про кримінальні санкції за зловживання ринком, до яких належать статті 222¹ та 232¹ ККУ⁴, з відповідними нормами законодавства ЄС.

Йдеться про Директиву ЄС № 2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку (MAD II)⁵ та Регламент Європейського Парламенту та Ради № 596/2014 від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку (MAR)⁶. Ці акти *acquis* ЄС наразі є чинними.

До прийняття та набуття чинності Директиви MAD II та Регламенту MAR діяли інші аналогічні ним – Директива 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28.01.2003 р. про використання інсайдерської інформації та маніпулювання ринком (MAD I), Директиви 2004/72/ЄС, 2003/125/ЄС і 2003/124/ЄС Європейської Комісії та Регламент (ЄС) 2273/2003 Європейської Комісії, які були скасовані з 03.07.2016 р. Зазначені Директиви та Регламент були першою спробою врегулювати в ЄС зміст покарань за зловживання ринком, але якість цих законодавчих актів виявилася недосконалою⁷.

обставинах і обмежені за обсягом. *Acquis* має бути включений країнами-заявниками до їхнього національного законодавства до дати вступу до ЄС, і є обов'язковим для застосування з цієї дати (див.: Glossary of summaries: ACQUIS. URL: <https://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/acquis.html>).

⁴ Кримінальний кодекс України від 05.04.2001 р. № 2341-III. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2341-14>.

⁵ Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0057>.

⁶ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>.

⁷ Як зазначено у Регламенті MAR, яким скасовано згадані акти законодавства ЄС про кримінальні санкції за зловживання ринком, «Директивою 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради були внесені зміни й доповнення в нормативно-правову базу Європейського Союзу, спрямовані на захист цілісності ринку.

У цілому для утилітарного розуміння функцій Директиви MAD II та Регламенту MAR як актів законодавства ЄС потрібно звернутися до Договору про заснування Європейської Спільноти.

Директива (англ. Directive) та Регламент (англ. Regulation) є різновидами законодавчих актів Європейського Союзу. Правовий статус і режим застосування цих актів передбачений статтею 249 Договору про заснування Європейської Спільноти:

«Щоб виконувати свої завдання та згідно з положеннями цього Договору, Європейському Парламентові спільно з Радою, Раді та Комісії належить виробляти регламенти, видавати директиви, створювати рекомендації та надавати висновки.

Регламент має загальне застосування. Він є обов'язковим у всіх своїх елементах та має пряме застосування в усіх державах-членах.

Директива є обов'язковою для кожної держави-члена, якій її адресовано, щодо результатів, що їх треба досягти, однак залишає національній владі цілковиту свободу вибирати форму та засоби досягнення цих результатів.

Рішення є обов'язковим у всіх його елементах для тих, кому його адресовано.

Рекомендації та висновки не є юридично обов'язковими»⁸.

Відмінність між регламентом і директивою полягає у характері дії та її поширенні на відповідні врегульовані правовідносини у державах-членах: безпосередні (у випадку застосування регламенту) та опосередковані (через імплементацію у національне законодавство) при застосуванні директиви.

На момент підготовки Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом чинними були зазначені законодавчі акти ЄС щодо кримінальної відповідальності на ринках капіталу, які

Проте з огляду на законодавчі, ринкові й технологічні зміни, які відбулися з моменту набрання чинності цією Директивою та спричинили помітні зміни фінансового ландшафту, вона має бути замінена. Відповідно до висновків звіту від 25.02.2009 р. Групи високого рівня з фінансового нагляду в ЄС на чолі з Жаком де Лароз'єром («Група де Лароз'єра»), новий законодавчий акт також необхідний для того, щоб забезпечити однакові норми, чіткість основних понять та єдиний звід правил».

⁸ Treaty establishing the European Community (Consolidated version 2002). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A12002E%2FTXT>.

наразі втратили чинність. Станом на сьогодні до чинного законодавства ЄС, що врегульовує питання кримінальної відповідальності за зловживання на ринках капіталу, належить Директива MAD II та Регламент MAR.

З огляду на функціональний зміст Директиви MAD II та Регламенту MAR та чинного режиму співробітництва України з ЄС в рамках політичної асоціації та економічної інтеграції, з точки зору зближення законодавства України з *acquis* ЄС, першочерговим є включення до національного законодавства України положень Директиви MAD II з урахуванням сфери її застосування.

Директива MAD II (стаття 1) та Регламент MAR (стаття 2) встановлюють мінімальні правила щодо кримінальних санкцій для інсайдерських угод за незаконне використання інсайдерської інформації та ринкові маніпулювання для забезпечення цілісності фінансових ринків у ЄС та посилення захисту інвесторів і конфіденційності на цих ринках. Їх положення застосовуються до:

1) фінансових інструментів відповідно до місця торгівлі:

a) фінансових інструментів, допущених до торгів на регульованому ринку або щодо яких було подано заявку на допуск до торгів на регульованому ринку;

b) фінансових інструментів, що торгуються на MTF, допущених до торгів на MTF або щодо яких було подано заявку на допуск до торгів на MTF;

c) фінансових інструментів, що торгуються на OTF;

d) фінансових інструментів, не зазначених у пунктах a, b або c, ціна або вартість яких залежить від (або має вплив на) ціни або вартості зазначених фінансових інструментів, включаючи кредитно-дефолтні свопи і контракти на різницю цін, але не обмежуючись ними⁹;

2) діяльності або операцій, у тому числі заявок, пов'язаних з торгами на аукціонній платформі, що зазначена як регульований ринок квот на викиди, або інших продуктів на їх основі, в тому

⁹ «Регульований ринок» (Regulated Market), «багатостороння торговельна система» (Multilateral trading facility, MTF) та «організована торговельна система» (Organised trading facility, OTF) – види торговельних майданчиків, передбачених Директивою 2014/65/ЄС від 15.05.2014 р. про ринки фінансових інструментів (MiFIDII). Див. також *Методологічний коментар*.

числі, якщо продукти на аукціонних торгах не є фінансовими інструментами, відповідно до Регламенту Комісії (ЄС) №1031/2010. Без шкоди для будь-яких спеціальних положень, що стосуються пропозицій, поданих у контексті аукціону, до таких пропозицій застосовуються будь-які положення цієї Директиви, що стосуються заявок на торгівлю (пункт 2 статті 1);

Положення щодо маніпулювання (стаття 5 Директиви MAD II, статті 12 та 15 Регламенту MAR) також застосовуються до:

- а) товарних контрактів спот, які не є оптовими енергетичними продуктами, якщо операція, розпорядження чи діяльність впливає на ціну або вартість фінансових інструментів, зазначених вище;
- б) видів фінансових інструментів, у т. ч. похідних контрактів або похідних інструментів з передачі кредитного ризику, якщо операція, розпорядження чи діяльність впливає на ціну або вартість товарного контракту спот, де ціна або вартість залежить від ціни або значення цих фінансових інструментів;
- с) діяльності по відношенню до бенчмарків.

Крім того, Директива MAD II та Регламент MAR застосовуються до будь-яких операцій, розпоряджень або діяльності щодо будь-яких фінансових інструментів, незалежно від того, чи така операція, розпорядження чи діяльність відбувається на торговельному майданчику.

Натомість Директива MAD II не застосовується до:

- а) торгівлі власними акціями у програмах викупу, якщо така торгівля здійснюється відповідно до статті 5(1, 2 і 3) Регламенту MAR;
- б) торгівлі фінансовими інструментами, згаданими у пунктах а і б статті 3(2) Регламенту MAR для стабілізації цінних паперів, якщо така торгівля здійснюється відповідно до статті 5(4 і 5) цього Регламенту;
- с) операцій, наказів або діяльності, що здійснюється з ціллю дотримання політики щодо обміну валют або політики управління державним боргом відповідно до статті 6(1) Регламенту MAR, операції або діяльності, що здійснюється відповідно до статті 6(2), з ціллю дотримання кліматичної політики ЄС відповідно до статті 6(3), або діяльності з ціллю дотримання спільної сільськогосподарської політики Союзу або загальної політики Союзу щодо рибальства, відповідно до статті 6(4).

Також слід зазначити, що визначення маніпулювання у пункті 2 статті 5 Директиви MAD II наводить причини, за яких певні заходи (щодо забезпечення ціни фінансових інструментів або товарних контрактів спот на ненормальному або штучному рівні) виключаються з переліку дій, які розглядаються як маніпулювання. Такими причинами для особи, яка уклала угоду або подала заявку на торги, є законність та відповідність таких операцій прийнятій ринковій практиці. Як наслідок, стаття 13 Регламенту MAR містить порядок затвердження регуляторами фінансових ринків таких ринкових практик.

Таким чином, сфера застосування Директиви MAD II та Регламенту MAR є достатньо специфічною, широко використовує терміни, поняття та обмеження, які детально викладені в інших законодавчих актах ЄС, що спільно створюють єдину гармонійну законодавчу систему та забезпечують належною правовою основою цілісний, інтегрований, ефективний та прозорий фінансовий ринок ЄС.

Відповідно до статті 11 Директиви MAD II «без шкоди для незалежності судових органів і відмінностей в організації судочинства в ЄС, держави-члени повинні просити тих, хто відповідає за підготовку суддів, прокурорів, поліцейських, судових співробітників і співробітників тих компетентних органів, які беруть участь у кримінальному судочинстві та розслідуваннях, щоб забезпечити відповідне навчання згідно з цілями цієї Директиви».

В умовах відсутності в Україні європейських практик поведінки з проявами зловживань ринком¹⁰, в т. ч. за відсутності затверджених регулятором прийнятних ринкових практик, відмінних від маніпулювання, навчання усього кола представників тих інституцій, які прямо чи опосередковано впливають на виявлення зловживань і забезпечують притягнення до відповідальності за них, є не тільки обов'язковим з точки зору Директиви MAD II, але й кроком, що підвищить загальну правову культуру в сфері ринкових відносин.

¹⁰ Сучасна практика НКЦПФР не може слугувати прикладом, за фактичної відсутності необхідних елементів інфраструктури ринку (додатково див. § 3 глави 1, § 4–6 глави 2, § 1 глави 3).

Щодо Регламенту MAR, то, зважаючи на тотально імперативний характер цього документа як акта прямої дії в державах-членах ЄС, національне законодавство, яким встановлюється кримінальна відповідальність за зловживання на ринках капіталу, повинне бути максимально наближеним до законодавства ЄС.

Отже, має бути створене цілісне інституційне поле, в якому всі без винятку положення Регламенту MAR зможуть бути унормовані на законодавчому рівні. З точки зору ефективності законодавчих змін, доцільним є повна імплементація Регламенту MAR після імплементації Директиви MAD II та інших суміжних Директив ЄС – коли буде створено таке інституційне поле та проведено відповідне навчання персоналу чинних і новостворюваних інституцій, а Україною отримано статус кандидата на вступ до ЄС.

Нині аспект членства є важливим з огляду на специфіку дії самого європейського законодавства: Директиви встановлюють основні принципи, яким повинні відповідати вже національні законодавчі акти, Регламенти є нормою прямої дії в кожній державі-члені ЄС.

Оскільки Україна не є державою-членом ЄС, відповідно в Україні не має законодавчої можливості прямого безпосереднього застосування законодавчих актів ЄС, як це відбувається у державах-членах, то основним механізмом є конвергенція – зближення *acquis* ЄС з українським законодавством. Така конвергенція можлива лише шляхом прийняття нових і зміни чинних законодавчих актів.

Для інституту зловживань ринком (*market abuse*), до якого належать маніпулювання (*market manipulation*) та незаконне використання інсайдерської інформації (*insider dealing*), вкрай важливим є визначення усіх понять, застосовуваних у тексті відповідних приписів. На відміну від чинного українського законодавства про кримінальні санкції за відповідні зловживання лише на фондовому ринку *acquis* ЄС передбачає відповідальність на всіх ринках капіталу.

Обидва посягання спрямовані на викривлення природного перебігу визначення справедливих ринкових цін. І в цьому сенсі визначення багатьох цінових показників є вирішальним чинником для розуміння кримінальної караності діяння.

§ 2. Захист ринку капіталів від зловживань у Польщі: проблеми імплементації законодавства ЄС

Польські фондові біржі, що призупинили свою діяльність у 1939 р., не поновили її після закінчення II Світової війни, а згодом декретом Ради Міністрів від 21.09.1950 р. «Про Державну торгову інспекцію»¹¹ було анульовано наказ про організацію бірж, який був юридичною основою для організації ринку капіталів у Польщі. Нова можливість організації ринку капіталів у Польщі з'явилася лише в 1989 р., коли розпочався період фундаментальних політичних, економічних і суспільних змін.

Програма, яка на той час була розроблена урядом Польщі, вводила, крім стабілізаційних мір, лібералізацію економіки та структурні реформи. У галузі структурних реформ важливу роль відіграли: приватизація, утворення банківської системи та біржі. Ухвалений 13.07.1990 р. Закон «Про приватизацію державних підприємств»¹² передбачав і приватизацію капіталів, тобто перетворення державних підприємств на товариства та подальшу їхню приватизацію шляхом внесення публічної пропозиції продажу акцій, які належали казначейству. Для проведення таких змін необхідно було прийняти нові правові акти, які були б юридичним підґрунтям для організації фондової біржі в Польщі. Проект Закону «Про цивільний оборот цінних паперів» був готовий уже в липні 1990 р., а великий вплив на його форму мали зразки французьких законів¹³. Закон, завдяки якому можливими стали відкриття біржі та проведення названих реформ отримав назву Закон «Про ци-

¹¹ Dzennik Ustaw. Nr 44, poz. 396 ze zmianami.

¹² Dzennik Ustaw. Nr 51, poz. 298 ze zmianami.

¹³ Слід зазначити, що автори проекту не могли «(...) собі дозволити просто копіювати досвід та рішення інших країн, адже розуміли відмінність економічно-правових і психологічно-суспільних умов у нашій країні. Як сеймові комісії, так і сторона уряду намагалися застосувати рішення, які полягали в прийнятті загальних і перевічених правил організації та функціонування сучасного ринку капіталів у західних країнах та їх адаптації до польських умов». [Стенографічний звіт 54 засідання Сейму Республіки Польщі 21, 22 та 23.03.1991 р., Варшава, 1991, с. 40].

вільний обіг цінних паперів та трастові фонди» і був ухвалений 22.03.1991 р.¹⁴. Він визначав правила функціонування та основні елементи ринку капіталів. Закон вводив професію маклера та орган нагляду за функціонуванням ринку – Комісію у справах цінних паперів (нині Комісія з фінансового нагляду, Komisja Nadzoru Finansowego, KNF). Згідно з цим законом, 12.04.1991 р. був підписаний засновницький акт АТ «Варшавська фондова біржа» (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S. A.), а перша сесія на біржі відбулася вже через 4 дні, тобто 16.04.1991 р.

4.2.1. Захист ринку капіталів від зловживань до моменту вступу Польщі до Європейського Союзу

Побоювання, що учасники ринку можуть вчиняти дії, шкідливі для інших, тобто маніпулювати ринком, були предметом дебатів під час засідань Сейму, присвячених описаному Закону. Проте вони не знайшли відображення у його первинному змісті, адже маніпулювання, тобто дії, що полягають у штучному підвищенні або зниженні вартості цінних паперів, у першому варіанті цього Закону не вважалися протиправними. Слід зазначити, що урядовий проект Закону не передбачав навіть загальної заборони такої практики чи хоча б заборони укладання угод з метою маніпулювання. Стаття 64 § 3 Закону «Про цивільний обіг цінних паперів та трастові фонди», яка забороняла такі угоди, була додана лише в ході парламентського опрацювання проекту Закону.

У цьому зв'язку, поряд з іншими недоліками, Закон через декілька місяців був оновлений. В ухваленому 09.10.1991 р. Законі про зміну Закону «Про цивільний обіг цінних паперів та трастові фонди»¹⁵ у розділі 9 під назвою «Кримінальна та цивільна відповідальність» було додано статтю 119 а, яка визначала ознаки злочину, яким є укладання угод з метою штучного підвищення або зниження вартості цінних паперів. Винному у вчиненні такої дії загрожувало покарання у формі штрафу. Зазначимо, що відсутність

¹⁴ Dzennik Ustaw. Nr 35, poz. 155 ze zmianami.

¹⁵ Dzennik Ustaw. Nr 103, poz. 447 ze zmianami.

приписів стосовно маніпулювання не була результатом навмисних дій законодавців, які таким чином демонстрували свою віру в те, що кримінальне право щодо таких дій є зайвим або надмірним засобом реагування. Причиною такої законодавчої прогалини був швидкий темп робіт над законом і відсутність можливості побачити під час цих робіт всі недоробки та упущення¹⁶.

Основне значення для законного та карного захисту ринку капіталів від зловживань мала новела цього закону, прийнята у грудні 1993 р.¹⁷, коли, крім заборони укладання угод з метою маніпулювання, вводилася також заборона штучного підвищення або зниження вартості цінних паперів і встановлено новий тип злочину, а саме злочин незаконного поширення чи використання інсайдерської інформації (який далі отримав також назву *insider dealing*). За такі злочини загрожував не тільки штраф, але й покарання у виді позбавлення волі.

Утримання дотеперішнього темпу розвитку ринку капіталів, необхідність адаптувати польські норми до вимог Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), а також до вимог Євросоюзу, з яким на той час Польща мала підписану Угоду про асоціацію, потребували введення нового закону, який мав реалізувати цю мету та бути прозорим, точним і комплексним правовим актом. Отже, 21.08.1997 р. було ухвалено новий Закон «Про цивільний обіг цінних паперів»¹⁸.

У розумінні положень кримінального права, яке мало захистити від головних зловживань на ринку капіталів, цей закон не дуже відрізнявся від попереднього. Схожі за змістом закони діяли до 2004 р., до моменту введення новели, пов'язаної з необхідністю імплементації Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту

¹⁶ Доповіді депутатів В. Качмарка та А. Вечоркевича на 76 засіданні Сейму X каденції 05.10.1991 р. Стенограми з 76 засідання Сейму X каденції, с. 386.

¹⁷ Закон про зміну закону «Про цивільний обіг цінних паперів та трастові фонди» та про зміни деяких законів від 29.12.1993 р. (Dzennik Ustaw z 1994 r., Nr 4, poz. 17).

¹⁸ Dzennik Ustaw z 1997 r., Nr 118, poz. 754.

та Ради від 28.01.2003 р. про використання інсайдерської інформації та маніпулювання ринком (MAD I)¹⁹.

Зазначимо, що способи захисту ринку капіталів від зловживань, а зокрема від маніпулювання та *insider dealing*, передбачені у першому законі щодо обігу на ринку капіталів, тобто в законі 1991 р., та після його новели, введеної у 1993 р., діяли майже не зміненими до 2004 р.

4.2.2. Імплементация Директиви Market Abuse I (MAD I)

Метою введення Директиви MAD I було забезпечення умов для створення інтегрованого європейського фінансового ринку, для чого необхідним було збільшення прозорості його функціонування та безпеки. Ця Директива набрала юридичної сили 12.04.2003 р. та зобов'язувала держави-члени ввести зміни у своє законодавство до 12.10.2004 р.²⁰ Польські законодавці уже 12.03.2004 р. внесли зміни до законодавства, а саме прийняли Закон «Про цивільний обіг цінних паперів та про зміну інших законів»²¹, в якому було введено ряд змін стосовно захисту ринку капіталів від зловживань, завдяки чому польське законодавство було адаптовано до законодавства ЄС.

Через деякий час, 29.07.2005 р., було ухвалено Закон «Про обіг фінансових інструментів»²², який діє дотепер.

Варто зауважити, що у цей день Сейм прийняв три нові Закони щодо змісту Закону «Про цивільний обіг цінних паперів» 1997 р.: Закон «Про публічну пропозицію та умови введення фінансових інструментів до організованої (регульованої) системи обігу та про публічні компанії» (далі – Закон «Про оферту»²³), Закон «Про

¹⁹ Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej. WE L 96 z 12.04.2003, s. 16.

²⁰ Польща стала членом Євросоюзу 01.05.2004 р.

²¹ Dzennik Ustaw. Nr 64, poz. 594 ze zmianami.

²² Dzennik Ustaw. z 2005 r., Nr 184, poz. 1539.

²³ Dzennik Ustaw. z 2005 r., Nr 183, poz. 1538.

нагляд за ринком капіталів»²⁴, Закон, про який вже йшлося, тобто Закон «Про обіг фінансових інструментів».

Оскільки зміст положень Закону 1997 р. щодо захисту ринку капіталів від зловживань, оновлений при введенні директиви MAD I, майже не відрізнявся від змісту Закону «Про обіг фінансових інструментів», прийнятого у 2005 р., детально аналізуючи процес імплементации цієї директиви, маємо посилатися на останній.

Розділення одного юридичного акта на три, уряд, який був автором проектів цих законів, мотивував необхідністю адаптації законів про ринок капіталів до структури законів ЄС. Закони мали відповідати нормам окремих директив законодавства ЄС і завдяки цьому стати їх комплементарною формою.

Врегулювання, які містились у Директиві MAD I та у Директиві 2003/124/ЄС Комісії від 22.12.2003 р., що виконувала рішення Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради щодо визначення оприлюднення внутрішньої інформації та визначення поняття маніпулювання ринком²⁵, були імплементовані, насамперед, у Законі від 29.07.2005 р. «Про обіг фінансових інструментів». Положення ж, які містились у Директиві 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 04.11.2003 р. про проспект емісії акцій, який видавався у зв'язку з публічною пропозицією та допуском до обігу цінних паперів²⁶, були введені Законом від 29.07.2005 р. «Про публічну пропозицію та умови введення фінансових інструментів до організованої системи обігу та про публічні компанії».

Така компліментарність окремих законів і директив ЄС мала збільшити прозорість положень та створити кращі умови для уніфікації впорядкування положень стосовно цієї теми. Недоліком такого рішення було повторення в цих законах положень, які вони уже містили.

Введені зміни були спрямовані на збільшення безпеки учасників ринку капіталів шляхом ефективного запобігання порушен-

²⁴ Dzennik Ustaw. z 2005 r., Nr 183, poz. 1537.

²⁵ Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej. WE L 339 z 24.12.2003, s. 20.

²⁶ Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej. WE L 345 z 31.12.2003, s. 64.

ням закону, а також надання ширшого доступу до відповідної та надійної інформації:

- модифікація та доповнення дотеперішніх норм, які стосувалися нотифікації підозрілих операцій;
- введення адміністративної відповідальності за порушення законів, які регулюють обов'язки, пов'язані з формуванням та поширенням рекомендацій;
- введення нових правил у положення про значні пакети акцій;
- більш чітке формулюванні вимог щодо оприлюднення інформації про придбану у власність кількість акцій;
- введення нових правил стосовно інституту пропозиції щодо продажу акцій при одночасному введенні механізмів ефективного захисту дрібних акціонерів,
- надання органу нагляду за ринком можливості блокувати рахунки у цінних паперах.

Цей останній інструмент мав бути особливо дієвим у випадку підозри про маніпулювання.

Важливим для захисту ринку капіталів від зловживань було введення можливості порушення контрольного та з'ясувального провадження, що проводились органом нагляду за ринком. Така зміна мала позитивно вплинути на ефективність боротьби зі злочинами на польському ринку капіталів (можливість вилучення документів або інших носіїв інформації, видача приписів щодо необхідності усунення виявлених порушень у суб'єктів, що регулюються).

Що стосується проблем, пов'язаних з імплементацією директиви MAD I до польських законів, то насамперед польські законодавці не зберегли диференціацію, яка вводилася директивою MAD I між положеннями, які визначають певні типи маніпулювання та які розглядаються як приклади.

У абзаці 1 статті 183 Закону «Про обіг фінансових інструментів», яка визначала ознаки злочину маніпулювання фінансовими інструментами, визначаючи поведінку, яка вважалася маніпулюванням, містяться посилання на конкретні пункти статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів». Згадана стаття 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів» в абзаці 1 забороняла мані-

пулювання фінансовими інструментами, а в пункті 2 визначала поведінку, яка вважалася маніпулюванням. Наступні пункти цієї статті містили описи поведінки, яка відповідала описам в абзаці 2 статті 1 Директиви MAD I.

Положення Директиви MAD I у пунктах а–с описувало *три типи поведінки, які вважалися маніпулюванням*: а) маніпулятивні операції; б) фіктивні операції або заявки; с) маніпулювання, яке полягало у поширенні інформації. Крім того, у Директиві описувалися *приклади поведінки, що належать до загальноприйнятих типів маніпулювання*.

Одночасно всі типи поведінки, описані в абзаці 2 статті 1 MAD I, були включені до абзацу 2 статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів» без розподілу на ті, які належать до загальноприйнятих маніпулятивних типів поведінки, і тих, які є тільки прикладом такої поведінки. Брак такого розподілу створював ризик неправильної інтерпретації тих положень абзацу 2 статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів», у яких ішлося про загальноприйняті типи маніпулювання. У цьому випадку такий спосіб імплементації абзацу 2 статті 1 директиви MAD I також спричинив додаткові наслідки.

В абзаці 2 а) статті 1 Директиви MAD I щодо поведінки, яка полягала у проведенні операцій або подачі заявок, *«що дають або могли б дати фальшиві сигнали чи неправдиву інформацію щодо попиту, пропозиції та вартості фінансових інструментів або забезпечують за допомогою однієї особи чи групи осіб, яка діє у змові, ціну одного або кількох фінансових інструментів на аномальному або штучному рівні»*, можливим було уникнення відповідальності, якщо особа, яка брала участь у проведенні операцій або подавала заявку, довела, що причини таких дій не суперечать законам, а також що такі операції або заявки відповідають прийнятим ринковим практикам на цьому регульованому ринку. Відповідником цього положення в абзаці 2 статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів» були норми, визначені в її пунктах 1 і 2. Кожен з них містив відповідну клаузулу (застереження), яка виключала частину відповідальності за маніпулювання. Через те ця клаузула (застереження) не могла використовуватися відносно типів поведінки, які містились у наступних редакційних одиницях абзацу 2 стат-

ті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів», що вважалися, згідно з директивою MAD I, прикладом маніпулювання, описаного у пунктах 1 і 2 абзацу 2 статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів».

Отже, імплементація абзацу 2 статті 1 Директиви MAD I зводилася до того, що це положення було переписано до абзацу 2 статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів», і то не точно, оскільки не збереглася диференціація між визначенням типів поведінки та її прикладами, що спричинило збільшення ступеня репресивності юридично-кримінального захисту ринку капіталів проти того, що вимагався Директивою MAD I²⁷. Стосовно типів поведінки, які є прикладами поведінки, описаної у пунктах 1, 2 абзацу 2 статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів», не можна було виключити відповідальності, посилаючись на згадану клаузулу (застереження).

Наступне питання – це спосіб, яким визначалося маніпулювання та ключові ознаки злочину *insider dealing*, тобто поняття інсайдерської інформації.

З одного боку, ці положення порівняно зі станом до імплементації Директиви MAD I були поглибленим аналізом певних явищ, що відбувалися на ринку капіталів. Підтвердженням цієї констатації є зіставлення дотеперішнього тлумачення маніпулювання, яке вважалося «штучним зростанням або штучним заниженням вартості цінних паперів» з дуже розлогим визначенням в абзаці 2 статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів», в якому зазначено типи поведінки, яка вважається маніпулюванням. Можна також порівняти коротку дефініцію інсайдерської інформації, зазначену в пункті 19 абзацу 4 Закону 1997 р. «Про обіг цінних паперів» з визначенням, що міститься у статті 154 Закону «Про обіг фінансових інструментів», створеним внаслідок імплементації абзацу 1 статті 1 Директиви MAD I.

З іншого боку, читаючи положення Директиви і, як наслідок, відповідні положення Закону 2005 р. «Про обіг фінансових інструментів», можна дійти висновку, що багато використаних у них тер-

мінів мають неточний характер. Одночасно, попри дуже широке тлумачення, імплементація Директиви MAD I не спричинила більшої точності опису двох основних типів поведінки, які вважалися найбільш загрозливими зловживаннями на ринку капіталів: маніпулювання фінансовими інструментами та *insider dealing*.

Практична проблема із застосуванням положень Закону 2005 р. «Про обіг фінансових інструментів» була пов'язана з недостатнім рівнем активності органу нагляду над ринком, тобто Комісії з фінансового нагляду, щодо визначення «прийнятих ринкових практик». Згідно з наведеними пунктами 1, 2 абзацу 2 статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів», можливим було уникнення відповідальності за маніпулювання, за умови співіснування двох приводів. Перший з них – це законність причин, заради яких було вжито дії, що мали ознаки описаних у положеннях маніпулювань. Другий – це відповідність цих операцій або замовлень прийнятим на цьому регульованому ринку ринковим практикам. Ці практики згідно зі статтею 44 Закону «Про обіг фінансових інструментів» – це поведінка, якої можна очікувати на одному або багатьох фінансових ринках і яка приймається рішенням Комісії з фінансового нагляду згідно з рекомендаціями, зазначеними в законі. Слід однак зауважити, що невелика активність Комісії з фінансового нагляду не обмежувала можливості уникнення відповідальності згідно з наведеною клаузулою (застереження). Насправді єдиною умовою уникнення відповідальності було на той час зазначення приводу проведення операції або подачі заявки, які не суперечили закону.

Польським законодавцям вдалося уникнути проблем з кумуляцією (накопиченням) різних режимів кримінальної відповідальності за той самий злочин, яка з'явилась у багатьох інших державах-членах ЄС. Згідно з абзацом 1 статті 14 MAD I, держави-члени мали «без втрати для законів щодо застосування кримінальної відповідальності» забезпечити можливість вжити відповідних адміністративних заходів або застосування адміністративних санкцій щодо осіб, які відповідають за недотримання положень, прийнятих у зв'язку з імплементацією Директиви MAD I. Ці заходи мали бути ефективними, пропорційними та запобіжними. Через те в деяких державах-членах введено тільки адміністративну відповідаль-

²⁷ Детальніше на цю тему див.: Włachnio-Parzych A. Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi. Warszawa: Wolters Kluwer, 2011. S. 332–340.

ність, а в інших, крім адміністративної відповідальності, кримінальну відповідальність²⁸.

У тих законодавчих системах, в яких для захисту ринку від зловживань законодавці одночасно скористалися кримінальними та адміністративними санкціями, вони визнали їх загрозами для типів поведінки, описаних схожим способом²⁹. Беручи до уваги автономне розуміння поняття «кримінальна відповідальність» (що гарантується рішенням Європейського суду з прав людини), якою може вважатися й відповідальність, формально визначена як адміністративна відповідальність³⁰, то така кумуляція відповідальності також призводила до порушення принципу *ne bis in idem*³¹ в його розумінні, відповідно до статті 4 Протоколу № 7 до Європейської конвенції про захист прав людини³².

Польські законодавці з метою захисту ринку капіталів від зловживань одночасно використали порядок кримінальної та адміністративної відповідальності, проте чітко визначили сферу їх застосування, яка по відношенню до маніпулювання та *insider dealing* не збігалася. Положення статті 183 Закону «Про обіг фінансових інструментів», яке визначає ознаки злочину маніпулювання, стосувалося поведінки, описаної у пунктах 1–3, пункту 4 літера А та пункту 5–7 абзацу 2 статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів». Натомість, положення статті 172 Закону «Про обіг фінансових інструментів», яке містить опис адміністративного правопорушення, стосувалося виключно поведінки, що є маніпулюванням у розумінні положень пункту 4b і 8 абзацу 2 статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів». Якщо йдеться про незаконне вико-

²⁸ Детальніше на цю тему див.: Włachnio-Parzych A. Sankcja karna a sankcja administracyjna jako środek przeciwdziałania manipulacji instrumentami finansowymi w wybranych krajach europejskich. *Studia Prawnicze*. 2013. Nr 1. S. 165–188.

²⁹ Прикладом може бути англійське законодавство – статті 118 і 397 Financial Services and Markets Act z 2000 г. (опубліковано у Public Acts 2000, с. 8).

³⁰ Див. вирок Європейського суду з прав людини від 08.06.1976 р. у справі про Енгельс та інші проти Голландії, скарга № 5101/71 та інше.

³¹ Не двічі за одне і те саме.

³² Протокол № 7, складений 22.11.1984 р. у Страсбурзі до Конвенції про захист прав людини і основоположні свободи. *Вісник Законів*. 2003. № 42. Поз. 364.

ристання або поширення інсайдерської інформації, то це вважалося злочином, але проблема кумуляції відповідальності з'явилася стосовно поведінки, яка мала запобігати *insider dealing*, наприклад, у випадку поведінки, яка вважалася адміністративним порушенням, що полягає у здійсненні операцій із залученням фінансових інструментів під час так званого «закритого періоду»³³.

4.2.3. Імплементація Директиви Market Abuse II (MAD II) та захист ринку, пов'язаний з Регламентом Market Abuse Regulation (MAR)

Найважливіші зміни щодо захисту ринку капіталів від зловживань, введені Законом 2005 р. «Про обіг фінансових інструментів», були пов'язані з обов'язком імплементації Директиви Європейського Парламенту та Ради 2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку (Директива MAD II³⁴).

Причиною її введення були результати проведених Європейською Комісією аналізів положень законодавства, чинних у державах-членах ЄС, що були результатом імплементації Директиви MAD I. Вони дозволили сформулювати висновок, що необхідно ввести правові рішення, які насамперед призведуть до уніфікації рівня захисту від маніпулювання та *insider dealing*. У державах-членах ЄС відповідальність за зловживання на ринку мала різний характер, а також передбачала різний розмір санкцій. Йшлося про уникнення ситуації, коли ці відмінності могли б використовуватися злочинцями. Крім того, необхідно було забезпечити кращий рівень захисту ніж дотепер, а також щодо товарного ринку, нових платформ обігу фінансових інструментів, посилити захист від маніпулювання, який стосується середньозважених показників (наприклад, LIBOR)³⁵.

³³ Закритий період, це, наприклад, період між закінченням фінансового року та оприлюдненням річного звіту, який стосується цього фінансового року.

³⁴ Dzennik Ustaw. UE.L.2014.173.179.

³⁵ Більше про обґрунтування введення нових регуляцій ЄС щодо захисту ринку капіталів від зловживань та сумнівів, пов'язаних з їх проектами див.:

Для досягнення цієї мети законодавці Євросоюзу замість Директиви MAD I, ввели систему, яка базувалася на двох правилах. Були прийняті два законодавчі акти, зокрема наведена Директива MAD II та Регламент Європейського Парламенту та Ради (ЄС) № 596/2014 від 16.04.2014 р. про зловживання на ринку і про визнання такими, що втратили чинність Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради і Директиви Комісії 2003/124/ЄС, 2003/125/ЄС і 2004/72/ЄС³⁶ (Регламент MAR).

Регламент MAR, який є чинним у кожній державі-члені, не потребував жодних заходів для його імплементації, адже будучи законодавчим актом, який має пряме застосування, він забезпечує єдиний захист від маніпулювання та *insider dealing* на всій території Євросоюзу. Цей захист має законодавчо-адміністративний характер.

Натомість Директива MAD II була прийнята, згідно з абзацом 2 статті 83 Договору про функціонування Європейського Союзу³⁷, у його редакції, змінений Лісабонським договором³⁸. Це положення дає можливість встановити Європейським Парламентом та Радою, за заявою Комісії, мінімальні норми стосовно злочинів і покарань. Згідно з його змістом, допускається прийняття директиви, яка зобов'язує держави-члени ввести кримінальний закон для покарання конкретних правопорушень, якщо наближення виконавчих і законодавчих положень держав-членів у кримінальних справах має на меті забезпечення ефективного впровадження політики ЄС у галузі, що стала предметом уніфікації³⁹. Гармонізована система захисту ринку, у кожній державі-члені ЄС вважає маніпулювання фінансовими інструментами та незаконне використання чи поширення інсайдерської інформації злочином. Завдяки уніфікації у цій галузі

Błachnio-Parzych A., Seredyńska I. Wykorzystanie informacji poufnej i manipulacja na rynku – nowe projekty Komisji Europejskiej przeciwdziałające nadużyciom na rynku. Europejski Przegląd Sądowy. 2013. Nr 6. S. 24–31.

³⁶ Dzennik Ustaw.UE.L.2014.173.1 z dnia 2014.06.12.

³⁷ Dziennik Ustaw.2004.90.864/2 z dnia 2004.04.30 ze zmianami.

³⁸ Dzennik Ustaw.UE.C.2007.306.1 z dnia 2007.12.17.

³⁹ Szwarc-Kuczer M. Kompetencje Unii Europejskiej w dziedzinie harmonizacji prawa karnego materialnego, Scholar. Warszawa. 2011. S. 222–280.

правопорушники не можуть уникнути кримінальної відповідальності, вибираючи для здійснення злочину певну державу-члена ЄС.

Відповідно до положень Директиви MAD II, держави-члени ЄС були зобов'язані ввести кримінальні санкції у розмірі щонайменше 4 років позбавлення волі за маніпулювання, незаконне використання інсайдерської інформації, надання рекомендації або спонукання до незаконного використання інсайдерської інформації, а також введення кримінальних санкцій у розмірі щонайменше 2 років позбавлення волі за порушення заборони поширення інсайдерської інформації (стаття 7 Директиви MAD II). Держави-члени зобов'язані були вжити необхідних заходів для того, щоб відповідальність за правопорушення несли також юридичні особи, зокрема тоді, коли ці правопорушення були здійснені їхніми службовими особами (стаття 8 Директиви MAD II).

У Регламенті MAR передбачено адміністративні санкції за маніпулювання, *insider dealing*, також за невиконання обов'язків, які встановлено для забезпечення прозорості ринку капіталів, наприклад, порушення емітентами обов'язку інформування чи обов'язків, пов'язаних з формуванням списку осіб, які мають доступ до інсайдерської інформації (стаття 30 Регламенту MAR). В обох законодавчих актах є положення матеріально-правового характеру, які визначають типи поведінки, що вважається маніпулюванням та незаконним поширенням і використанням інсайдерської інформації, причому перелік типів поведінки, які мають наказуватись як злочини, був визначений детальніше, згідно з положенням Директиви MAD II про вимогу їх навмисності.

4.2.3.1. Проблеми перехідного періоду (до моменту набрання юридичної сили Закону «Про обіг фінансових інструментів» 2017 р.)

З метою адаптації законів, прийнятих у 2005 р. щодо ринку капіталів, до наведених законодавчих актів ЄС введено новелу. Для того, щоб набрав чинності Регламент MAR, не потрібні були жодні додаткові дії, однак необхідним було внесення змін до польського законодавства, яке суперечило положенням цього Регламенту.

Перед тим, як представити нову правову норму, слід розказати про проблеми, що стосуються періоду між набранням чинно-

сті Регламентом MAR та новелою закону: про період до набрання чинності Законом від 10.02.2017 р. щодо зміни Закону «Про обіг фінансових інструментів» та деяких інших законів⁴⁰.

Регламент MAR вступив в силу 03.07.2016 р., а положення про карні санкції згаданого закону були актуалізовані лише Законом, прийнятим 10.02.2017 р. У період до набуття чинності новелою Закону (до 06.05.2017 р.) карні санкції, передбачені Законом 2005 р. «Про обіг фінансових інструментів», посилалися на інші положення. Водночас відповідні обов'язки врегульовувалися одночасно Регламентом MAR. У зв'язку з цим виникла проблема, яка зводилася до питання: чи набуття чинності Регламентом MAR призвело до депеналізації поведінки, яка до цих пір вважалася кримінальною? У відповідь на сумніви, що з'явилися⁴¹, Комісія з фінансового нагляду оприлюднила 28.06.2016 р. позицію, згідно з якою набрання чинності Регламентом MAR та Директивою MAD II не призвело до втрачання чинності Закону «Про обіг фінансових інструментів», а навпаки розширило перелік дій, за які загрожувало покарання⁴².

В юридичній літературі зазначено, що у випадку, коли державне законодавство суперечить законодавству ЄС, застосовується останнє. Це означає, що положення про кримінальну відповідальність посилалися на чинні положення закону, але замість них використовувалися положення Регламенту MAR. Тому в юридичній літературі з'явилася позиція, що відтворення ознак злочину за статтями 180–184 Закону «Про обіг фінансових інструментів» стало неможливим у цей період⁴³.

⁴⁰ Dzennik Ustaw. 2017 poz. 724.

⁴¹ Див.: Dybiński J. System Prawa Handlowego. T. 4. Prawo instrumentów finansowych / pod red. M. Steca, C. H. Beck. Warszawa. 2016. S. 1356.

⁴² Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie niektórych skutków niedostosowania do dnia 3 lipca 2016 r. polskiego porządku prawnego do przepisów rozporządzenia MAR. URL: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_158153_przepisy_uchylane_przez_MAR_stanowisko_28_06_2016_47398.pdf (доступ 2.11.2018 р.).

⁴³ Див.: Pająk M., Rycerski A. (De)penalizacja nadużyć na rynku w kontekście stosowania rozporządzenia MAR i dyrektywy MAD II. PPH 2017. Nr 4. S. 34–39; Derek M. Przepis karny odsyłający do regulacji kolidującej z rozporządzeniem Unii

На нашу думку, з такою позицією не можна погодитися. Розширення обсягу типів забороненої поведінки, пов'язаної з маніпулюванням фінансовими інструментами та *insider dealing*, згідно з Регламентом MAR призвело до змін, які стосувалися заборони певних типів поведінки, а не до зміни самого обсягу цієї заборони, порушення якої призводить до кримінальної відповідальності. Іншими словами відбулася зміна санкціонованих норм, а не норм, які санкціонують. Отже, можна погодитися з цими авторами, які – правда, тільки відносно до статті 181 Закону «Про обіг фінансових інструментів» щодо злочину *insider dealing* – стверджували, що набрання чинності Регламентом MAR не мало впливу на обсяг застосування цього положення⁴⁴. Якщо бусе-таки порівняння Регламенту MAR та положень Закону «Про обіг фінансових інструментів», що діяли до новели 2017 р., призвело б до висновку, що стосовно певної категорії поведінки Регламент зменшив би обсяг заборонених типів поведінки, які вважаються маніпулюванням та *insider dealing* (тобто це звузило б обсяг санкціонованої норми), тоді треба було б погодитися з твердженням, що стосовно таких типів поведінки у цей період, тобто до набрання чинності Регламентом MAR та новели Закону «Про обіг фінансових інструментів» 2017 р., відбулася їх депеналізація⁴⁵.

4.2.3.2. Відповідальність у зв'язку з вчиненням злочину маніпулювання та *insider dealing*

Переходячи до способу, в який польські законодавці імплементували Директиву MAD II, слід зауважити, що незаконне поширення або використання інсайдерської інформації (*insider dealing*) та більшість типів поведінки, яка вважалася маніпулюванням фінансовими інструментами, ще з 1993 р. вважалися злочинами. Ви-

Europejskiej (konsekwencje w perspektywie zasady nullum crimen sine lege). CzPKiNP 2017. Z. 1. S. 45–60.

⁴⁴ Tarapata Sz., Artymiak G.J. Przepis karny odsyłający do regulacji kolidującej z rozporządzeniem Unii Europejskiej (konsekwencje w perspektywie zasad wykładni). *Czasopismo Prawa Karnego i Nauk Penalnych (CzPKiNP)*. 2017. Z. 1. S. 29–43.

⁴⁵ Див. також: Barczak-Oplustil A. Wejście w życie regulacji prawa Unii Europejskiej a zakres odpowiedzialności karnej za czyn zabroniony opisany w formie blankietu (studium przypadku). CzPKiNP 2017. Z. 1. S. 7–28.

нятком були деякі типи поведінки, які відносилися до маніпулювання, що полягало у поширенні інформації, описані в пунктах 4b і 8 абзацу статті 39 Закону «Про обіг фінансових інструментів». Ознаки цих злочинів у зв'язку з адаптацією польських законів до Директиви MAD I змінилися, проте обов'язок введення Директиви MAD II не був пов'язаний з такими суттєвими змінами, як у тих державах-членах ЄС, у яких імплементація Директиви MAD I призвела до встановлення лише адміністративної відповідальності за маніпулювання чи *insider dealing*.

Система захисту від зловживань на ринку капіталів, яка базується на кримінальній та адміністративній відповідальності, може створювати проблему кумуляції (накопичення) за той самий вчинок подвійної відповідальності як кримінальної, так і адміністративної. Порівняння типів поведінки, щодо яких згідно з Директивою MAD II має застосування кримінальна та адміністративна відповідальність, з Регламентом MAR показує, що Регламент містить більшу кількість типів поведінки. Беручи до уваги розмір адміністративного покарання, описаного в статті 30 MAR, яке може мати розмір навіть 15 млн євро, його можна визнати штрафними санкціями, які призводять до кумуляції (накопичення) двох режимів відповідальності, що загрожує не тільки надмірною репресивністю реакції на вчинок, але й порушенням правила *ne bis in idem* (не двічі за одне й те саме).

Хоча в системі польського законодавства дуже часто маємо справу з кумуляцією кримінальної та адміністративної відповідальності, яка має характер штрафів, але законодавцям вдалося уникнути такої ситуації стосовно Директиви MAD II та чинності Регламенту MAR. Новела Закону «Про обіг фінансових інструментів» 2017 р. полягала у зміні кримінальних положень, які описували ознаки злочинів щодо маніпулювання та *insider dealing*. Замість попередніх положень Закону «Про обіг фінансових інструментів», які описували поведінку, що вважалася маніпулюванням, а також незаконне поширення чи використання інсайдерської інформації, та на які посилалися карні положення, законодавці ввели посилення на відповідні положення Регламенту MAR. Отже, замість покарання за вузько визначені типи поведінки як за злочин та одночасно за ширше визначені як за адміністративний делікт, за-

конодавці визначили карні санкції за поведінку, яка вважається маніпулюванням та за *insider dealing* згідно з Регламентом MAR. Тому посилення змісту статей 180–183 Закону «Про обіг фінансових інструментів» на Регламент MAR свідчить про прийняття польськими законодавцями рішення про криміналізацію також тих типів поведінки, щодо яких Директива MAD II не передбачала такого обов'язку. Завдяки цьому законодавці уникнули кумуляції (накопичення) двох режимів пенальної відповідальності (кримінальної та адміністративної пенального характеру) та порушення правила *ne bis in idem* стосовно тих самих типів поведінки та ввели більш репресивні норми, ніж вимагалися Директивою MAD II.

Основою для такого рішення законодавців був зміст пункту 1 абзацу 1 статті 30 Регламенту MAR. Згідно з цим положенням держави-члени можуть прийняти рішення про невизначення положень стосовно адміністративних санкцій, якщо певні порушення, за які може загрозувати адміністративна санкція, будуть підлягати кримінальним санкціям, що визначаються національним законодавством. Крім базування системи захисту від зловживань на двох режимах відповідальності (кримінальному та адміністративному), національні законодавці можуть обмежитися введенням суворішого режиму відповідальності, якщо він буде стосуватися ширшого обсягу типів поведінки, які мали б підлягати адміністративній санкції.

Якщо йдеться про карні санкції у новелі Закону 2017 р. до Закону «Про обіг фінансових інструментів», то в статті 180 Закону «Про обіг фінансових інструментів» за злочин «поширення інсайдерської інформації» передбачено покарання у вигляді штрафу в розмірі 2 млн злотих, позбавлення волі строком до 4 років або обидва покарання разом. Таке саме покарання у статті 182 Закону «Про обіг фінансових інструментів» загрозувало за злочин «надання рекомендацій або спонукання до придбання або відчуження фінансових інструментів, яких стосується інсайдерська інформація».

Суворіші покарання були передбачені за злочини «використання інсайдерської інформації» (стаття 181 Закону «Про обіг фінансових інструментів») та «маніпулювання фінансовими інструментами» (стаття 183 Закону «Про обіг фінансових інструмен-

тив»). Правопорушник може бути за це засуджений до 5 млн злотих штрафу, позбавлення волі від 3 місяців до 5 років або застосування обох покарань разом.

Отже, ці покарання є суворішими, ніж ті, які зобов'язані були вести національні законодавці, згідно з Директивою MAD II.

Польські законодавці не відмовилися від адміністративної відповідальності стосовно іншої поведінки, ніж маніпулювання та insider dealing. Такі санкції загрожують за велику кількість типів поведінки, передбачених у Регламенті MAR. Вони є значно вищими за санкції, що загрожували за такі самі типи поведінки, згідно з попередніми національними нормами. Так, за здійснення операції у так званому «закритому періоді» у польському законодавстві зазначено про адміністративне фінансове покарання (грошовий штраф у розмірі 200 тис. PLN), а згідно з Регламентом MAR, за порушення заборони здійснення операцій у закритий період можна було застосувати штраф в PLN у сумі, еквівалентній 500 тис. EUR, тобто покарання було в 10 разів вищим. Як уже згадувалося, адміністративні фінансові покарання, передбачені у Регламенті MAR досягають навіть кільканадцяти мільйонів EUR. Отже, набрання чинності Регламентом MAR викликало хвилювання серед учасників ринку, а зокрема серед емітентів.

Найбільше непорозуміння було пов'язано не тільки з уведенням багатьох обов'язків щодо збереження інсайдерської інформації, але й з виконанням вже наявних. Серед нових обов'язків, що викликали сумніви, необхідно назвати дослідження ринку, яке в англійському варіанті Регламенту MAR отримало назву «*market soundings*». Цей інститут був визначений у статті 11 Регламенту. Згідно з ним, оцінюючи зацікавленість потенційних інвесторів, обов'язковим було передати їм інформацію щодо фінансових інструментів. Якщо є ймовірність, що серед цієї інформації є інсайдерська інформація, необхідно провести аналіз та письмово обґрунтувати свою оцінку. Перед тим, як особа, яка досліджує ринок, передасть інсайдерську інформацію потенційному контрагенту, вона повинна переконатися, чи дає контрагент згоду на отримання інсайдерської інформації та пояснити йому, які зобов'язання він бере на себе. Сам факт введення цього обов'язку викликав сумніви щодо ефективності дій, метою яких було дослідження ринку.

Прикладом уже наявних обов'язків, щодо яких з'явилися побоювання у зв'язку з прийняттям Регламенту MAR, був обов'язок передачі до публічного відома інсайдерської інформації. Згідно з абзацом 1 статті 17 Регламенту MAR, емітент зобов'язаний негайно подати до публічного відома інформацію, яка безпосередньо його стосується. Так само згідно з пунктом 1 абзацу 1 статті 56 Закону «Про публічну пропозицію» в його редакції до новели цього закону 2017 р., емітент цінних паперів, допущених до обігу на регульованому ринку, зобов'язаний був одночасно передати інсайдерську інформацію Комісії з фінансового нагляду, оператору регульованого ринку та до публічного відома. Розуміючи, що визначення інсайдерської інформації у зв'язку з Регламентом MAR суттєво не відрізняється від визначення такої інформації, що міститься у Директиві MAD I, побоювання представників емітентів, пов'язані з виконанням цих обов'язків у рамках положень, які вводилися Регламентом MAR, могли дивувати. Емітенти як до, так і після набрання чинності Регламентом MAR були зобов'язані піддавати аналізу кожну інформацію, що стосувалася товариства. Якщо вони виявили, що вона має ознаки інсайдерської інформації, їм необхідно було виконати пов'язані з цією обставиною свої обов'язки, насамперед обов'язок негайно подати цю інформацію до публічного відома. Ознакою інформації, яка на практиці спричиняє найбільше проблем, є її вплив на ціноутворення. Представник емітента змушений був визначити, чи ця інформація у випадку її подання до публічного відома мала б значний вплив на вартість тих фінансових інструментів або на ціну пов'язаних похідних фінансових інструментів.

Ці проблеми мали б з'явитися раніше, за чинності попередніх законодавчих положень, проте на практиці представники емітентів у багатьох випадках не проводили цю ризикову щодо її правильності оцінку, але базувалися на унормованому переліку інформації. Такого типу інформація також передавалася до публічного відома, а її унормований перелік був для емітентів корисною підказкою щодо видів інформації, яку слід подавати до публічного відома негайно. Відсутність такого унормованого переліку призвела до того, що нині професійним учасникам ринку висуваються вимоги вищі, ніж дотепер.

Регламент MAR більшою мірою та набагато частіше, що є наслідком введення багатьох нових обов'язків, вимагає самостійної оцінки ситуації та прийняття рішень на цій основі.

Обговорюючи проблеми, пов'язані з імплементацією законів ЄС щодо захисту ринку капіталів від зловживань, варто зауважити, що деякі проблеми, які з'являлися під час роботи над Директивою MAD II та Регламентом MAR, як їх роз'яснення, залишилися невирішеними.

Законодавці ЄС як одну з вад Директиви MAD I зазначали неточність її положень. Однак положення цих двох нових законодавчих актів також не є точними. Оскільки Директива MAD II ввела обов'язкову кримінальну відповідальність за маніпулювання та *insider dealing*, то обов'язок більшої точності положень цієї Директиви виникав з необхідності збереження відповідності цієї Директиви зі стандартом *nullum crimen sine lege certa*⁴⁶. Прикладом може бути поняття «штучної ціни», яке використовувалося в Директиві MAD I та продовжує використовуватися в Директиві MAD II та Регламенті MAR як центральний елемент визначення маніпулювання, яке полягає у так званих маніпулятивних операціях⁴⁷.

У зв'язку з неточним визначенням багатьох понять, що використовувалися у цих законодавчих актах, позитивну роль могла б відіграти більша активність наглядового органу за ринком капіталів. Слід звернути увагу, що брак достатнього рівня цієї активності в період чинності попередніх положень законодавства щодо маніпулювання фінансовими інструментами у зв'язку з невизначенням прийнятої ринкової практики не був перешкодою для застосування клаузули (застереження), яка виключала відповідальність за поведінку, що відповідала опису операції, про які йшлося раніше. Достатньо було констатувати відсутність порушень у проведених операціях чи поданих заявках прийнятої

⁴⁶ Нема покарання без точного закону.

⁴⁷ Аналіз можливих інтерпретацій цього поняття не належить до тематики цієї роботи, тому детальнішу інформацію див.: Błachnio-Parzych A. The Concept of Defining and Combating Market Manipulation in Existing and Proposed EU legislation. *Regulating Corporate Criminal Liability* / pod redakcją D. Brodowski, M. Espinoza de los Monteros della Parra, K. Tiedemann, J. Vogel. Springer International Publishing. 2014. S. 145–157.

ринкової практики. Якщо ця прийнята практика не була визначена, то в кожному випадку можна було констатувати відсутність її порушень.

Натомість у чинному законодавстві стаття 183 Закону «Про обіг фінансових інструментів», яка описує ознаки злочину маніпулювання, посилається на статтю 12 Регламенту MAR, у якій клаузула (застереження), що виключає відповідальність за деякі типи поведінки, які відповідають опису операцій, що є маніпулюванням, потребує, щоб проведені операції або подані заявки відповідали *ринковим практикам, встановленим згідно зі статтею 13 Регламенту MAR*. Тим самим на місце попередньої умови, яка визначалася негативним способом як брак порушення, було введено позитивну умову у вигляді збереження відповідності ринковим практикам. У такій ситуації відсутність визначення цих практик буде створювати перепони для застосування цієї клаузули (застереження) та матиме вплив на надмірну репресивність регулювання. Згадана клаузула (застереження) відіграє важливу роль, оскільки дозволяє виключити з кола маніпулювання таку поведінку учасників ринку, яка має спекулятивний характер.

Слід зауважити, що спекуляція, під якою розуміється використання певної ситуації на ринку, переоцінки або недооцінки фінансових інструментів є для ринку корисною. Вона сприяє досягненню інформаційної ефективності ринку, реалізації його функцій як механізму ринкової оцінки. Спекуляцію не можна ототожнювати з маніпулюванням, оскільки остання з них є спробою штучного впливу на ринок. Отже, внаслідок чинності нового змісту клаузули (застереження), можна очікувати проблеми, пов'язані з обмеженням можливості уникнення на її підставі відповідальності, якщо орган нагляду за ринком капіталів не буде проявляти активності щодо визначення прийнятих практик на ринку.

Не всі проблеми, пов'язані з імплементацією до законодавства Польщі Директиви MAD II та набуттям чинності Регламенту MAR, схожі з тими, що стосуються інших держав-членів ЄС. Внаслідок способу імплементації Директиви MAD II і введення карних санкцій щодо поведінки, яка вважається основним типом зловживань на ринку (тобто маніпулювання і *insider dealing*), стосовно відповідних типів поведінки у польському законодавстві не було

проблеми кумуляції (накопичення) двох режимів відповідальності та пов'язаного з ним ризику порушення правила *ne bis in idem*.

Проте специфічний характер мали проблеми у перехідному періоді, тобто до моменту набрання чинності новелами попередніх законів, що стосуються ринку капіталів (у тому числі законів «Про обіг фінансових інструментів» та «Про оферту»). Це було пов'язано з дуже пізньою імплементацією законів Європейського Союзу до правової системи Польщі.

Проблемою, з якою можуть не зіткнутися інші європейські країни, оскільки вона виникає не з юридичних регулювань, а з практики, є невизначення органом нагляду за ринком так званих ринкових практик.

Крім специфічних проблем, які з'явилися або з'являться тільки в деяких державах-членах ЄС, універсальною проблемою є неточність деяких положень Директиви MAD II та Регламенту MAR, що мають ключове значення для відповідальності, яка базується на цих положеннях.

Висновки до Глави 4

Загальноприйнятий та широко застосовуваний у законодавстві ЄС принцип *nulla poena sine lege certa*⁴⁸ свідчить про те, що кримінально карані діяння повинні бути не просто визначені (*nulla poena sine lege*⁴⁹), а визначені з точністю, необхідною для цілей застосування та передбачення законного або ж незаконного характеру власних дій кожному громадянину.

У цьому аспекті при формулюванні відповідних приписів маємо звертати увагу на всі деталі диспозиції відповідної правової норми таких складних понять, як маніпулювання (*market manipulation*) та незаконне використання інсайдерської інформації (*insider dealing*).

⁴⁸ Немає покарання без точного закону (лат.).

⁴⁹ Немає покарання без закону (лат.).

На нашу думку, для того, щоб найраціональніше використати шанс зробити якісними обов'язкові майбутні зміни українського законодавства щодо кримінальних санкцій за зловживання ринком, слід звернути увагу та використати досвід країн, які вже були в подібній ситуації, виконуючи власну Угоду про асоціацію та готуючись до вступу в ЄС. Які висновки вони зробили та які питання залишилися невирішеними й досі?

Показовими в цьому сенсі є приклади країн, які здійснили такі зміни та водночас досягли значного розвитку ринків капіталу. Досвід, отриманий у Польщі, відповідає таким вимогам. Польща пройшла більшу частину цього шляху – що важливо, діючи у рамках Угоди про асоціацію та як держава-член ЄС. У § 2 глави 4 на прикладі динамічної зміни законодавчого врегулювання інституту зловживань ринком у Польщі йдеться про те, як відбувався захист ринку капіталів від зловживань до моменту вступу Польщі до ЄС та яким є сьогодення цього інституту. Водночас йдеться про те, які виклики залишилися поза увагою законодавця (в цьому випадку – вже європейського) й що належить вирішити, аби не залишитися в ситуації невідповідності принципів *nulla poena sine lege certa* вже в Україні, оскільки подібною є ситуація, що утворилася наразі з чинними нормами статей 222¹ та 232¹ ККУ.

Для українських правників, законодавців і фахівців фондового ринку цей досвід є неоціненним, оскільки вже сьогодні вказує на ті недоліки (зокрема щодо порядку визначення штучних та аномальних цін), які можуть бути враховані Україною при приведенні у відповідність своїх чинних законів і майбутнього законодавства до *acquis* ЄС як це і визначено Угодою про асоціацію між Україною та ЄС.

У главі 5 представлено модель імплементації інституту кримінальної відповідальності за зловживання на ринках капіталу, що вже сьогодні може бути імплементовано з метою виконання зобов'язань України за Угодою про асоціацію між Україною та ЄС. Це забезпечить встановлення прозорого правового поля з урахуванням принципу точності закону, яким передбачене покарання за порушення правил діяльності на регульованих ринках капіталу в аспекті уникнення зловживань ринком.

Г Л А В А 5

МОДЕЛЬ КРИМІНАЛЬНО-ПРАВОВОЇ ВІДПОВІДАЛЬНОСТІ ЗА ЗЛОВЖИВАННЯ НА РИНКУ. ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО ЗАКОНОДАВСТВА

У 2014 р. Угодою про асоціацію між Україною та Європейським Союзом в частині реформування фондового ринку було передбачено, що Україна забезпечить поступове приведення у відповідність з нормами ЄС свого чинного та майбутнього законодавств.

Сьогодні внаслідок імплементації норм *acquis* ЄС формування інституту повинне отримати своє продовження й логічне завершення шляхом створення цілісної архітектури кримінально-правової охорони та захисту ринку капіталу.

Водночас у питаннях імплементації норм європейського законодавства до національного законодавства України, на нашу думку, слід виходити з примату вітчизняної доктрини права, норм Конституції України, конституційних і галузевих принципів права, які в цілому підлягають системному узагальненню та реалізації на інтегративній основі в інститутах вітчизняного права.

Зазначимо, що правова конструкція зловживання ринком не зводиться до простої схеми шахрайства, а натомість складається з багатьох інтегрованих понять, кожне з яких має отримати своє визначення в межах кримінально-правової заборони. З огляду на складність цієї конструкції, при ухваленні відповідних змін до кримінального законодавства України в рамках конвергенції (зближення) з *acquis* ЄС насамперед має бути дотриманий принцип юридичної визначеності. Нещодавній

приклад¹ із визнання Конституційним Судом України неконституційною ст. 368² ККУ, попри дискурс щодо політичної доцільності, яскраво доводить необхідність щонайменше чітко формулювати диспозицію кримінально-правової норми.

На тлі цього деякі пропозиції щодо змін у законодавстві, що не встановлюють чітких критеріїв відмежування протиправної поведінки від законної, **можуть призвести до цілковитого колапсу** у системі правовідносин на фондовому ринку, бо залишають встановлення меж законного від протиправного на розсуд органів, що здійснюють правозастосування. Також залишаються поза увагою інші інституалізовані ринки капіталу:

«Умисне укладення службовою особою учасника фондового ринку біржового контракту (договору), з метою формування не правильного уявлення про попит, пропозицію або ринкову ціну фінансового інструменту, або з метою встановлення ціни на фінансовий інструмент, яка **явно** не відповідає дійсній ціні, укладення біржового контракту (договору) із застосуванням обману, поширення у засобах масової інформації або будь-яким іншим способом завідомо недостовірних відомостей про фінансовий інструмент, якщо такі дії призвели до отримання професійним учасником фондового ринку або іншою особою прибутку у значних розмірах, або уникнення такою особою збитків у значних розмірах, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам або інтересам фізичних і юридичних осіб, державним або громадським інтересам...»².

Сам процес перегляду невдалих законодавчих конструкцій³ слід вважати позитивним кроком, але додання до диспозиції у змістовному контексті лише дефініції «**явно не відповідає дійсній ціні**» не вичерпує усю складну проблему якості законодавчого регулювання ринку, навпаки, становить ризик потрапляння у нескінченний всесвіт уяв про межі «явного» або «неявного». Як

¹ Рішення Конституційного Суду України від 26.02.2019 р. № 1-р/2019. URL: <http://www.ccu.gov.ua/docs/2627>.

² Волинець Р. А. Кримінально-правова охорона фондового ринку: сучасний стан та перспективи вдосконалення: монографія. Київ: Дакор. 2018. 443 с.

³ Там само.

і не додає визначеності, а скеровує у зворотній бік перебігу подій посилення як законодавчого орієнту на скасоване кілька років тому в Європейському Союзі законодавство – Директиву 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради (MAD I).

Проблема удосконалення законодавства щодо зловживань на ринку має розв'язуватися з урахуванням необхідності досягнення виваженого балансу приватних і публічних інтересів, принципу економії кримінальних репресій, а також з урахуванням того, що в 2014 р. Угодою про асоціацію між Україною та Європейським Союзом в частині реформування фондового ринку було передбачено, що наша країна забезпечить поступове приведення у відповідність із нормами ЄС свого чинного та майбутнього законодавств. До чинного законодавства ЄС у сфері боротьби зі зловживаннями ринком належать чинні Директива ЄС MAD II та Регламент ЄС MAR.

Водночас законодавство ЄС у цьому питанні є динамічним і зазнає змін, які удосконалюють відповідальність за зловживання ринком у більш широкому значенні, ніж наразі в Україні, тобто не обмежується лише фондовим ринком.

Щодо імплементації Директиви ЄС MAD II виявилися певні ризики несвоєчасного виконання зобов'язань, пов'язаних з незурядженістю дій органів влади на рівні інституцій.

Нині така імплементація європейських норм про ринок капіталу здійснюється і не одночасно, як зокрема у Польщі (див. § 2 глави 4), і суперечливо: то кількома Законами впроваджуються норми однієї й тієї самої директиви, то одним законопроектом намагаються вибірково впровадити положення одразу кількох директив.

Типовий приклад – численні законопроекти про регульований ринок⁴, які начебто намагаються імплементувати вимоги одночасно значної кількості європейських документів. Так, проект Закону України від 03.09.2018 р. № 9035 передбачає⁵ імплементацію законодавчих актів ЄС не тільки власне про ринки фінан-

⁴ Проекти Законів України від 20.11.2015 р. № 3498, від 01.09.2017 р. № 7055, від 03.09.2018 р. № 9035.

⁵ Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» від 03.09.2018 р. № 9035. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=64532.

сових інструментів (Директива MiFID II та Регламент MiFIR⁶), але й про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгів репозитарії (Регламент EMIR⁷), про остаточність розрахунків у платіжних системах і системах розрахунків у цінних паперах (Settlement Finality Directive⁸), про механізми застосування фінансової застави (Financial Collateral Directive⁹). Та найголовніше – попри наявну проблематику недостатнього правового, методологічного та судово-експертного забезпечення проваджень, пов'язаних зі зловживаннями ринком, сфера застосування кримінального покарання за зловживання на ринку та регуляторних повноважень НКЦПФР **без змін чинного законодавства (!)** розширюється: з цінних паперів – на будь-які деривативи та відповідні бенчмарки (базові активи), з фондових бірж – на товарні біржі, з фондового ринку – на всі сегменти фінансових і товарних ринків.

Крім того, незважаючи на начебто вже здійснену¹⁰ імплементацію положень європейських законодавчих актів про емісію цінних паперів, розкриття інформації та публічну пропозицію (зокрема, Transparency Directive, Prospectus Directive тощо¹¹), в Україні всупереч європейській правовій основі та практиці продовжу-

⁶ Директива ЄС № 2014/65/ЄС від 15.05.2014 р. про ринки фінансових інструментів (MiFID II); Регламент Європейського Парламенту та Ради № 600/2014 від 15.05.2014 р. про ринки фінансових інструментів (MiFIR).

⁷ Регламент Європейського Парламенту та Ради № 648/2012 від 04.07.2012 р. про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгів репозитарії (EMIR).

⁸ Директива № 98/26/ЄС від 19.05.1998 р. про остаточність розрахунків у платіжних системах та системах розрахунків у цінних паперах (Settlement Finality Directive).

⁹ Директива № 2002/47/ЄС від 06.06.2002 р. стосовно механізмів застосування фінансової застави (Financial Collateral Directive).

¹⁰ Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів» від 16.11.2017 р. № 2210-VIII.

¹¹ Директива 2004/109/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 15.12.2004 р. про гармонізацію вимог щодо прозорості відносно інформації про емітентів, цінні папери яких допущені до торгів на регульованому ринку, та внесення змін до Директиви 2001/34/ЄС (Transparency Directive); Директива 2003/71/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 04.11.2003 р. про проспекти,

ється тотальне регулювання (а відповідно, й намагання винайти зловживання) щодо цінних паперів всіх без винятку емітентів, а не лише публічних (допущених до торгів на регульованому ринку та тих, що здійснили публічну пропозицію), напевне, через фактичну відсутність публічних компаній.

Очевидно, що впровадження в українське законодавство європейських норм щодо протидії зловживанням на ринку капіталів має бути органічною частиною комплексного, послідовного та зрозумілого процесу імплементації численних директив і регламентів ЄС щодо функціонування фінансових ринків – без підміни понять і вибірковості, приклади яких, на жаль, спостерігаються наразі у національній законотворчості.

На першому етапі повинні бути імplementовані норми Директиви ЄС MAD II та окремі норми Регламенту MAR, на які безпосередньо посилається Директива ЄС MAD II. Згодом (при отриманні Україною статусу кандидата на вступ до ЄС) Регламент MAR може бути імplementований повністю.

Після імплементації Директиви MAD II фактично та юридично повинно бути створено нову якість усього інституційного поля дотичних до діяльності регульованого ринку суб'єктів.

Доцільно враховувати тенденції декриміналізації та дотримання таких засад, як верховенство права, пропорційність, неприпустимість звуження існуючих прав і свобод людини. При формулюванні відповідальності за «маніпулювання ринком» слід доктринально визначитися з розумінням злочинів і дій, що є підставою для застосування господарсько-правових механізмів захисту. Юридичні норми мають базуватися на критеріях, які дадуть змогу особі відокремлювати правомірну поведінку від протиправної.

У контексті реформування кримінального законодавства диспозиція норми щодо відповідальності за «маніпулювання ринком» має бути викладена більш чітко з дотриманням принципу юридичної визначеності, без застосування багатозначних, розпливчатих і неконкретних положень.

що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, та яка вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС (Prospectus Directive).

Проект Закону України щодо протидії зловживанням на ринку

ЗАКОН УКРАЇНИ

«Про внесення змін до Кримінального кодексу України, Кодексу України про адміністративні правопорушення, Кримінального процесуального кодексу України, Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо протидії зловживанням на ринку»

Верховна Рада України постановляє:

І. Внести зміни до таких законодавчих актів України:

1. У Кримінальному кодексі України (Відомості Верховної Ради України, 2001 р., № 25-26, ст. 131):

1) статтю 222¹ виключити;

2) доповнити кодекс статтею 223 в такій редакції:

«Стаття 223. Маніпулювання ринком.

1. Умисні дії учасника ринку з маніпулювання ринком, що завдали значної шкоди інтересам інших фізичних, юридичних осіб або державі, – караються штрафом від трьох тисяч до п'яти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або виправними на строк від шести місяців до одного року, або громадськими роботами на строк від шістдесяти до двохсот сорока годин, або обмеженням волі на строк від одного до двох років, або арештом на строк від одного до шести місяців з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

2. Дії, передбачені частиною першою цієї статті, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб, або якщо такі дії спричинили тяжкі наслідки, – караються виправними роботами на строк до двох років, або обмеженням волі на строк до чотирьох років, або позбавленням волі на строк до трьох років з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

Примітка:

1. Під поняттям «ринку» у цій статті слід розуміти регульований ринок, визначений чинним законодавством;

2. Під маніпулюванням ринком у цій статті слід розуміти такі дії:

а) укладення та/або виконання угод, подання на торги заявок на купівлю-продаж фінансових інструментів чи будь-які інші дії, що:

– подають недостовірні чи оманливі сигнали щодо пропозиції, попиту чи ціни фінансового інструменту або пов'язаного з ним товарного спотового контракту;

– фіксують ціну одного чи декількох фінансових інструментів або пов'язаного з ним товарного спотового контракту на аномальному або штучному рівні;

крім випадків, коли особа, яка укладає та/або виконує угоди чи подає на торги заявки на купівлю-продаж фінансових інструментів має законні підстави для таких дій, і такі транзакції чи заявки відповідають прийнятим торговельним практикам на відповідному торговельному майданчику (ринку);

б) укладення та/або виконання угод, подання на торги заявок на купівлю-продаж фінансових інструментів чи будь-які заходи або дії, що впливають на ціну одного чи декількох фінансових інструментів чи пов'язаного з ними товарного спотового контракту, з використанням фіктивної схеми чи будь-якої іншої форми обману чи махінацій;

в) поширення інформації в засобах масової інформації, включаючи електронні засоби масової інформації або будь-якими іншими засобами, яке подає недостовірні чи оманливі сигнали щодо пропозиції, попиту чи ціни фінансового інструменту чи пов'язаного з ним товарного спотового контракту або фіксує ціну одного чи декількох фінансових інструментів чи пов'язаного з ними товарного спотового контракту на аномальному чи штучному рівні, якщо особи, які поширювали інформацію отримують для себе чи іншої особи перевагу чи зиск від поширення згаданої інформації;

г) надання будь-якої недостовірної чи оманливої інформації чи введення недостовірних чи оманливих даних або будь-які інші дії, покликані маніпулювати розрахунком цінового індикатора (базового активу дериватива, індексу, іншого бенчмарку).

3. Для цілей цієї статті аномальний або штучний рівень цін визначається відповідним законом на відповідному ринку.

4. Значним розміром у цій статті вважається розмір, який у п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

5. Значною шкодою у цій статті вважається шкода, яка у п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

6. Тяжкими наслідками у цій статті вважається шкода, яка у тисячу і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

7. Не є маніпулюванням ринком, а отже, кримінальним правопорушенням дії, які здійснюються відповідно до чинних на ринку правил, регламентів, стандартів, затверджених в установленому порядку, а також отримання правомірної вигоди при дотриманні таких правил, регламентів, стандартів».

3) статтю 232¹ викласти в такій редакції:

«Стаття 232¹. Незаконне використання інсайдерської інформації.

1. Умисне незаконне розголошення, передача або надання доступу до інсайдерської інформації, так само надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання, відчуження чи розпорядження фінансовими інструментами або стосовно скасування, або внесення змін до поданої на торги заявки на купівлю-продаж фінансового інструменту, що завдали значної шкоди інтересам фізичних, юридичних осіб або державі, – караються штрафом від семисот п'ятдесяти до двох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або громадськими роботами на строк від шістдесяти до двохсот сорока годин, або виправними роботами на строк до двох років, або обмеженням волі на строк до двох років, або позбавленням волі на строк до одного року, з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

2. Вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб інсайдерських угод, спрямованих на придбання, відчуження чи розпорядження фінансовими інструментами, яких стосується інсайдерська інформація, що завдали значної шкоди інтересам фізичних, юридичних осіб або державі, – караються виправними роботами на строк до двох років або обмеженням волі на строк до трьох років, або позбавленням волі на строк до одного року, з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

3. Дії, передбачені частинами першою або другою цієї статті, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб або якщо

такі дії спричинили тяжкі наслідки, – караються виправними роботами на строк до двох років або обмеженням волі на строк до чотирьох років, або позбавленням волі на строк до двох років з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

4. Дії, передбачені частинами першою – третьою цієї статті, якщо вони вчинені організованою групою, – караються обмеженням волі на строк до чотирьох років або позбавленням волі на строк до трьох років з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

Примітка:

1. Під інсайдерською інформацією в цій статті слід розуміти:

а) інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або кількох емітентів або одного або кількох фінансових інструментів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів);

б) щодо товарних деривативів – інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або декількох таких деривативів, або безпосередньо відповідних товарних спотових контрактів і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких деривативів або відповідних товарних спотових контрактів;

в) щодо дозволів на викиди або заснованих на них продуктів, що продаються з аукціонів, – інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або декількох таких інструментів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких інструментів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів);

г) для осіб, уповноважених виконувати замовлення (розпорядження) клієнтів та подавати на торги заявки на купівлю-продаж фінансових інструментів – інформацію, передану клієнтом або таку, що стосується відкладених замовлень (розпоряджень) клієнтів щодо фінансових інструментів, яка має точний характер, стосується прямо або опосередковано одного або кількох емітентів або одного чи декількох фінансових інструментів і яка в разі її оприлюднення мала

б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів, відповідних товарних спотових контрактів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів)».

2. Значним розміром (збитком, шкодою) у цій статті вважається розмір (збиток, шкода), який у п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

3. Тяжкими наслідками у цій статті, якщо вони полягають у заподіянні матеріальних збитків, вважаються такі, які у тисячу і більше разів перевищують неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

4. Під особами, які вчинили дії, передбачені цією статтею, розуміються особи, які володіють інсайдерською інформацією, в результаті:

а) перебування членом управління або контролюючих органів емітента або особи, що здійснила чи має право на випуск фінансових інструментів;

б) тримання у власності частки в капіталі емітента або учасника ринку, що має дозвіл на випуск фінансових інструментів;

в) отримання доступу до інформації шляхом працевлаштування, виконання професійних обов'язків;

г) приймання участі у злочинній діяльності;

д) володіння інсайдерською інформацією у відповідності з іншими обставинами, ніж ті, які зазначені в пунктах а-г, якщо особа знала або повинна була знати, що така інформація є інсайдерською.

5. Не є незаконним розголошенням інсайдерської інформації розкриття інформації, яке відбувається в нормальному робочому процесі, під час виконання професійних обов'язків, у тому числі коли розкриття кваліфікується як дослідження ринку».

2. У Кодексі України про адміністративні правопорушення (80731-10) (Відомості Верховної Ради УРСР, 1984 р., додаток до N 51, ст. 1122):

1) статтю 163⁸ «Маніпулювання на фондовому ринку» – виключити;

2) статтю 163⁹ «Незаконне використання інсайдерської інформації» – виключити;

3) статтю 244¹⁷ «Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку» перший абзац викласти у новій редакції:

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку розглядає справи про адміністративні правопорушення, пов'язані з порушенням вимог законодавства на ринку цінних паперів (статті 163, 1635, 1636, частина перша статті 1637, статті 16310–16311, 18830), порушенням емітентами, цінні папери яких допущені до торгів на фондових біржах або щодо цінних паперів яких здійснено публічну пропозицію, або професійними учасниками фондового ринку порядку оприлюднення фінансової звітності разом з аудиторським звітом (стаття 16316).

3. У Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (448/96-ВР) (Відомості Верховної Ради України, 1996 р., №51, ст. 292 із наступними змінами):

1) статтю 1 «Визначення термінів» доповнити абзацом:

«Маніпулюванням ринком є такі дії:

а) укладення та/або виконання угод, подання на торги заявок на купівлю-продаж фінансових інструментів чи будь-які інші дії, що:

– подають недостовірні чи оманливі сигнали щодо пропозиції, попиту чи ціни фінансового інструменту або пов'язаного з ним товарного спотового контракту;

– фіксують ціну одного чи декількох фінансових інструментів або пов'язаного з ним товарного спотового контракту на аномальному або штучному рівні;

крім випадків, коли особа, яка укладає та/або виконує угоди чи подає на торги заявки на купівлю-продаж фінансових інструментів має законні підстави для таких дій, і такі транзакції чи заявки відповідають прийнятим торговельним практикам на відповідному торговельному майданчику (ринку);

б) укладення та/або виконання угод, подання на торги заявок на купівлю-продаж фінансових інструментів чи будь-які заходи або дії, що впливають на ціну одного чи декількох фінансових інструментів чи пов'язаного з ними товарного спотового контракту, з використанням фіктивної схеми чи будь-якої іншої форми обману чи махінацій;

в) поширення інформації в засобах масової інформації, у тому числі електронних засобах масової інформації або будь-якими іншими засобами, яке подає недостовірні чи оманливі сигнали щодо пропозиції, попиту чи ціни фінансового інструменту чи пов'язаного з ним товарного спотового контракту або фіксує ціну одного чи декількох

фінансових інструментів чи пов'язаного з ними товарного спотового контракту на аномальному чи штучному рівні, якщо особи, які поширювали інформацію отримують для себе чи іншої особи перевагу чи зиск від поширення згаданої інформації;

г) надання будь-якої недостовірної чи оманливої інформації чи введення недостовірних чи оманливих даних або будь-які інші дії, покликані маніпулювати розрахунком цінового індикатора (базового активу дериватива, індексу, іншого бенчмарку);»

2) пункт 37¹ частини другої статті 7 «Завдання Національної комісії України з цінних паперів та фондового ринку» – викласти у новій редакції:

«визначає порядок виявлення та порядок протидії зловживанням на ринку (незаконне використання інсайдерської інформації та маніпулювання ринком);»

3) пункт 37² частини другої статті 7 «Завдання Національної комісії України з цінних паперів та фондового ринку» – викласти у новій редакції:

«Встановлює та оприлюднює критерії визначення штучного та аномального рівня цін у правочинах з фінансовими інструментами на регульованому фондовому ринку»;

4) статтю 10¹ «Маніпулювання на фондовому ринку» – виключити;

5) пункт 11 частини першої статті 11 «Відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів» – виключити;

6) пункт 12 частини першої статті 11 «Відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів» – виключити.»

4. У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок (3480-IV) (Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2006, № 31, ст. 268 із змінами):

1) пункт 17 частини першої статті 1 «Визначення термінів» – викласти в такій редакції:

«17) регульований фондовий ринок – багатостороння система, що знаходиться в управлінні фондової біржі та забезпечує за встановленими фондовою біржею правилами допуск фінансових інструментів до торгів та укладання договорів купівлі-продажу таких фінансових інструментів для різних третіх осіб на регулярній основі»;

2) частину першу статті 1 «Визначення термінів» доповнити пунктами у такій редакції:

«21) фондова біржа – це оператор регульованого фондового ринку, що створюється та діє відповідно до Закону;

22) товарний спотовий контракт (договір) – контракт на поставку наявних товарів, що торгуються на товарному ринку, поставка яких здійснюється негайно після проведення розрахунків по контракту, а також контракт на поставку товарів, який не є фінансовим інструментом, у тому числі форвардний контракт на умовах фізичних розрахунків;

23) базовий показник (бенчмарк) – будь-які оприлюднені або опубліковані ставки, індекси або показники, які періодично або регулярно визначаються за допомогою застосування формули до значень одного або декількох базових активів або цін або на основі таких значень, включаючи орієнтовні ціни, фактичні або орієнтовні процентні ставки або інші значення або огляди, за допомогою посилання на які визначається сума, що підлягає сплаті відповідно до фінансового інструменту, або вартість фінансового інструменту;

24) інсайдерська інформація:

а) інформація точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або кількох емітентів або одного або кількох фінансових інструментів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів);

б) щодо товарних деривативів – інформація точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або декількох таких деривативів або безпосередньо відповідних товарних спотових контрактів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких деривативів або відповідних товарних спотових контрактів;

в) щодо дозволів на викиди або заснованих на них продуктів, що продаються з аукціонів, – інформація точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або декількох таких інструментів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких інструментів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів);

г) для осіб, уповноважених виконувати замовлення (розпорядження) клієнтів та подавати на торги заявки на купівлю-продаж фінансових інструментів – інформація, передана клієнтом або така, що стосується відкладених замовлень (розпоряджень) клієнтів щодо фінансових інструментів, яка має точний характер, стосується прямо або опосередковано одного або кількох емітентів або одного або декількох фінансових інструментів і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів, відповідних товарних спотових контрактів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів) «;

3) статтю 44 «Інсайдерська інформація» – виключити;

4) статтю 45 «Незаконне використання інсайдерської інформації» – виключити».

5. У Кримінальному процесуальному кодексі України (Відомості Верховної Ради України, 2013 р., №№ 9–13, ст. 88):

1) в абзаці другому частини 3 статті 216 «Підслідність» цифру 222¹ замінити цифрою 223;

2) частина 2 статті 242 «Підстави проведення експертизи» доповнити пунктом

«7) визначення ознак маніпулювання ринком та розміру матеріальних збитків, завданих незаконними діями на регульованому ринку».

II. Прикінцеві положення

1. Цей Закон набуває чинності з дня його опублікування.

2. Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку протягом шести місяців з дня набрання чинності цим Законом – привести свої нормативно-правові акти у відповідність із цим Законом, а також забезпечити прийняття рішень, передбачених цим Законом.

Голова Верховної
Ради України

**Порівняльна таблиця до проекту Закону України
«Про внесення змін до Кримінального кодексу України,
Кодексу України про адміністративні правопорушення,
Закону України «Про державне регулювання ринку цінних
паперів в Україні», Закону України «Про цінні папери та
фондовий ринок» щодо протидії зловживанням на ринку»**

Зміст положення (норми) чинного законодавства	Зміст відповідного положення (норми) проекту акта
Кримінальний кодекс України	
<p>Стаття 222¹. Маніпулювання на фондовому ринку. 1. Умисні дії службової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів, що призвели до отримання професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах, або уникнення такими особами збитків у значних розмірах, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб, – караються штрафом від трьох тисяч до п'яти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.</p> <p>2. Ті самі дії, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб, або якщо вони спричинили тяжкі наслідки, – караються штрафом від п'яти тисяч до десяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.</p> <p>Примітка: 1. Значним розміром у цій статті вважається розмір, який у п'ятсот і більше</p>	<p>Статтю 222¹ – виключити.</p>

<p>разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян. 2. Значною шкодою у цій статті вважається шкода, яка у п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян. 3. Тяжкими наслідками у цій статті вважається шкода, яка у тисячу і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.</p>	
<p>Коментар: зміст статті "Маніпулювання ринком" доповнено у статті 223 Кримінального Кодексу України</p>	
<p>Стаття 223 – відсутня.</p>	<p>«Стаття 223. Маніпулювання ринком. 1. Умисні дії учасника ринку з маніпулювання ринком, що завдали значної шкоди інтересам інших фізичних, юридичних осіб або державі, – караються штрафом від трьох тисяч до п'яти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або виправними на строк від шести місяців до одного року, або громадськими роботами на строк від шістдесяти до двохсот сорока годин, або обмеженням волі на строк від одного до двох років, або арештом на строк від одного до шести місяців з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років</p> <p>2. Дії, передбачені частиною першою цієї статті, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб, або якщо такі дії спричинили тяжкі наслідки, – караються виправними роботами на строк до двох років, або обмеженням волі на строк до чотирьох років, або позбавленням волі на строк до трьох років, з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.</p> <p>Примітка: 1. Під поняттям «ринок» у цій статті слід розуміти регульований ринок, визначений чинним законодавством; 2. Під маніпулюванням ринком у цій статті слід розуміти такі дії: а) укладення та/або виконання угод, подання на торги заявок на купів-</p>

лю-продаж фінансових інструментів чи будь-які інші дії, що:

- подають недостовірні чи оманливі сигнали щодо пропозиції, попиту чи ціни фінансового інструменту або пов'язаного з ним товарного спотового контракту;
- фіксують ціну одного чи декількох фінансових інструментів або пов'язаного з ним товарного спотового контракту на аномальному або штучному рівні;

крім випадків, коли особа, що укладає та/або виконує угоди чи подає на торги заявки на купівлю-продаж фінансових інструментів має законні підстави для таких дій, і такі транзакції чи заявки відповідають прийнятим торговельним практикам на відповідному торговельному майданчику (ринку);

б) укладення та/або виконання угод, подання на торги заявок на купівлю-продаж фінансових інструментів чи будь-які заходи або дії, що впливають на ціну одного чи декількох фінансових інструментів чи пов'язаного з ними товарного спотового контракту, з використанням фіктивної схеми чи будь-якої іншої форми обману чи махінацій;

в) поширення інформації в засобах масової інформації, у тому числі електронних засобах масової інформації або будь-якими іншими засобами, яке подає недостовірні чи оманливі сигнали щодо пропозиції, попиту чи ціни фінансового інструменту чи пов'язаного з ним товарного спотового контракту, або фіксує ціну одного чи декількох фінансових інструментів чи пов'язаного з ними товарного спотового контракту на аномальному чи штучному рівні, якщо особи, які поширювали інформацію, отримують для себе чи іншої особи перевагу чи зиск від поширення згаданої інформації;

г) надання будь-якої недостовірної чи оманливої інформації чи введення недостовірних чи оманливих даних або будь-які інші дії, покликані

маніпулювати розрахунком цінового індикатора (базового активу дериватива, індексу, іншого бенчмарку).

3. Для цілей цієї статті аномальний або штучний рівень цін визначається відповідним Законом на відповідному ринку.

4. Значним розміром у цій статті вважається розмір, який у п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

5. Значною шкодою у цій статті вважається шкода, яка у п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

6. Тяжкими наслідками у цій статті вважається шкода, яка у тисячу і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

7. Не є маніпулюванням ринком, а отже, кримінальним правопорушенням дії, які здійснюються відповідно до чинних на ринку правил, регламентів, стандартів, затверджених в установленому порядку, а також отримання правомірної вигоди при дотриманні таких правил, регламентів, стандартів».

Коментар: Поняття «маніпулювання ринком» визначено відповідно до статті 5 Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу №2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку.

Стаття 232¹. Незаконне використання інсайдерської інформації.

1. Умисне незаконне розголошення, передача або надання доступу до інсайдерської інформації, а також надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), якщо це призвело до отримання особою, яка вчинила зазначені дії, чи третіми особами необґрунтованого прибутку в значному розмірі, або уникнення учасником фондового ринку чи третіми особами значних збитків, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних

Стаття 232¹. Незаконне використання інсайдерської інформації.

1. Умисне незаконне розголошення, передача або надання доступу до інсайдерської інформації, а також надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання, відчуження чи розпорядження фінансовими інструментами або стосовно скасування чи внесення змін до поданої на торги заявки на купівлю-продаж фінансового інструменту, що завдали значної шкоди інтересам фізичних, юридичних осіб або державі, – караються штрафом від семисот п'ятдесяти до двох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян, або громадськими роботами на строк від шістдесяти до двохсот сорока годин,

осіб, – караються штрафом від семисот п'ятдесяти до двох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян, з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

2. Вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, якщо це призвело до отримання особою, яка вчинила зазначені дії, чи третіми особами необґрунтованого прибутку в значному розмірі, або уникнення учасником фондового ринку чи третіми особами значних збитків, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб, – караються штрафом від трьох тисяч до п'яти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

3. Дії, передбачені частинами першою або другою цієї статті, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб, або якщо такі дії спричинили тяжкі наслідки, – караються штрафом від п'яти тисяч до восьми тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

або виправними роботами на строк до двох років, або обмеженням волі на строк до двох років, або позбавленням волі на строк до одного року, з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

2. Вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб інсайдерських угод, спрямованих на придбання, відчуження чи розпорядження фінансовими інструментами, яких стосується інсайдерська інформація, що завдали значної шкоди інтересам фізичних, юридичних осіб або державі, – караються виправними роботами на строк до двох років, або обмеженням волі на строк до трьох років, або позбавленням волі на строк до одного року, з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

3. Дії, передбачені частинами першою або другою цієї статті, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб, або якщо такі дії спричинили тяжкі наслідки, – караються виправними роботами на строк до двох років, або обмеженням волі на строк до чотирьох років, або позбавленням волі на строк до двох років, з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

4. Дії, передбачені частинами першою – третьою цієї статті, якщо вони вчинені організованою групою, – караються обмеженням волі на строк до чотирьох років або позбавленням волі на строк до трьох років з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого.

Примітка:

1. Під інсайдерською інформацією в цій статті слід розуміти:

а) інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або

Примітка:

1. Значним розміром (значним збитком, значною шкодою) у цій статті вважається розмір (збиток, шкода), який в п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

2. Тяжкими наслідками у цій статті, якщо вони полягають у заподіянні матеріальних збитків, вважаються такі, які у тисячу і більше разів перевищують неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

3. Під особами, які вчинили дії, передбачені цією статтею, розуміються: посадові особи емітента, у тому числі ті, які були посадовими особами емітента на момент ознайомлення з інсайдерською інформацією; особи, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням ними трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань, незалежно від відносин з емітентом, у тому числі співробітники професійних учасників фондового ринку; державні службовці, яким відома інсайдерська інформація внаслідок виконання ними посадових (службових) обов'язків; особи, які ознайомилися з інсайдерською інформацією неправомірним шляхом; аудитори, нотаріуси, експерти, оцінювачі, арбітражні керуючі або інші особи, які виконують надані законом публічні повноваження.

кількох емітентів або одного або кількох фінансових інструментів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів); б) щодо товарних деривативів – інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або декількох таких деривативів або безпосередньо відповідних товарних спотових контрактів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких деривативів або відповідних товарних спотових контрактів;

в) щодо дозволів на викиди або заснованих на них продуктів, що продаються з аукціонів, – інформацію точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або декількох таких інструментів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких інструментів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів); г) для осіб, уповноважених виконувати замовлення (розпорядження) клієнтів і подавати на торги заявки на купівлю-продаж фінансових інструментів – інформацію, передану клієнтом або таку, що стосується відкладених замовлень (розпоряджень) клієнтів щодо фінансових інструментів, яка має точний характер, стосується прямо або опосередковано одного або кількох емітентів, одного або декількох фінансових інструментів і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів, відповідних товарних спотових контрактів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів).

2. Значним розміром (збитком, шкодою) у цій статті вважається розмір (збиток, шкода), який у п'ятсот і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

	<p>3. Тяжкими наслідками у цій статті, якщо вони полягають у заподіянні матеріальних збитків, вважаються такі, які у тисячу і більше разів перевищують неоподатковуваний мінімум доходів громадян.</p> <p>4. Під особами, які вчинили дії, передбачені цією статтею, розуміються особи, які володіють інсайдерською інформацією в результаті:</p> <p>а) перебування членом управління або контролюючих органів емітента або особи, яка здійснила чи має право на випуск фінансових інструментів;</p> <p>б) тримання у власності частки в капіталі емітента або учасника ринку, що має дозвіл на випуск фінансових інструментів;</p> <p>в) отримання доступу до інформації шляхом працевлаштування, виконання професійних обов'язків;</p> <p>г) приймання участі у злочинній діяльності;</p> <p>д) володіння інсайдерською інформацією у відповідності з іншими обставинами, ніж ті, які зазначені в пунктах а-г, якщо особа знала або повинна була знати, що така інформація є інсайдерською.</p> <p>5. Не є незаконним розголошенням інсайдерської інформації розкриття інформації, яке відбувається в нормальному робочому процесі, під час виконання професійних обов'язків, у тому числі, коли розкриття кваліфікується як дослідження ринку.</p>		<p>штрафу від ста до п'ятисот неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Ті самі дії, вчинені групою осіб або особою, яку протягом року піддано адміністративному стягненню за правопорушення, передбачене частиною першою цієї статті, – тягнуть за собою накладення штрафу від п'ятисот до семисот п'ятдесяти неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.</p>	
<p>Коментар: поняття "інсайдерська інформація" визначено відповідно до статті 8 Регламенту (ЄС) №596/2014 щодо зловживань ринком з урахуванням статей 3-4 Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу №2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку</p>			<p>Коментар: виключено відповідно до вимог пункту 22 преамбули Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу №2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку.</p>	
<p>Кодекс України про адміністративні правопорушення</p>			<p>Стаття 163⁹. Незаконне використання інсайдерської інформації.</p>	<p>Статтю 163. «Незаконне використання інсайдерської інформації» – виключити.</p>
<p>Стаття 163⁸. Маніпулювання на фондовому ринку. Умисні дії посадової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів, – тягнуть за собою накладення</p>	<p>Статтю 163⁸ «Маніпулювання на фондовому ринку» – виключити.</p>		<p>Умисне незаконне розголошення, передача або надання доступу до інсайдерської інформації, а також надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), а також вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, – тягне за собою накладення штрафу від п'ятисот до семисот п'ятдесяти неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.</p> <p>Примітка: Під особами, які вчинили дії, передбачені цією статтею, розуміються: посадові особи емітента, у тому числі ті, які були посадовими особами емітента на момент ознайомлення з інсайдерською інформацією; особи, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням ними трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань, незалежно від відносин з емітентом, у тому числі співробітники професійних учасників фондового ринку; державні службовці, яким відома інсайдерська інформація внаслідок виконання ними посадових (службових) обов'язків; особи, які ознайомилися з інсайдерською інформацією</p>	

неправомірним шляхом; аудитори, нотаріуси, експерти, оцінювачі, арбітражні керуючі або інші особи, які виконують надані законом публічні повноваження.	
<i>Коментар: виключено відповідно до вимог пункту 22 преамбули Директиви Європейського Парламенту та Ра-ди Європейського Союзу №2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку.</i>	
<p>Стаття 244¹⁷. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку розглядає справи про адміністративні правопорушення, пов'язані з порушенням вимог законодавства на ринку цінних паперів (статті 163, 163⁵, 163⁶, частина перша статті 163⁷, статті 163⁸–163¹¹, 188³⁰), порушенням емітентами, цінні папери яких допущені до торгів на фондових біржах або щодо цінних паперів яких здійснено публічну пропозицію, або професійними учасниками фондового ринку порядку оприлюднення фінансової звітності разом з аудиторським звітом (стаття 16316).</p> <p>Від імені Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку розглядати справи про адміністративні правопорушення і накладати адміністративні стягнення мають право Голова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, члени Комісії та уповноважені Комісією посадові особи.</p>	<p>Стаття 244¹⁷. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку розглядає справи про адміністративні правопорушення, пов'язані з порушенням вимог законодавства на ринку цінних паперів (статті 163, 163⁵, 163⁶, частина перша статті 163⁷, статті 163⁸–163¹¹, 188³⁰), порушенням емітентами, цінні папери яких допущені до торгів на фондових біржах або щодо цінних паперів яких здійснено публічну пропозицію, або професійними учасниками фондового ринку порядку оприлюднення фінансової звітності разом з аудиторським звітом (стаття 16316).</p> <p>Від імені Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку розглядати справи про адміністративні правопорушення і накладати адміністративні стягнення мають право Голова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, члени Комісії та уповноважені Комісією посадові особи.</p>
<i>Коментар: виключено відповідно до вимог пункту 22 преамбули Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу №2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку.</i>	
Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»	
Стаття 1. Визначення термінів.	<p>Статтю 1 «Визначення термінів» доповнити абзацом:</p> <p>«маніпулюванням ринком є такі дії:</p> <p>а) укладення та/або виконання угод, подання на торги заявок на купівлю-продаж фінансових інструментів чи будь-які інші дії, що:</p> <p>– подають недостовірні чи оманливі сигнали щодо пропозиції, попиту чи ціни фінансового інструменту або</p>

	<p>пов'язаного з ним товарного спотового контракту;</p> <p>– фіксують ціну одного чи декількох фінансових інструментів або пов'язаного з ним товарного спотового контракту на аномальному або штучному рівні;</p> <p>крім випадків, коли особа, що укладає та/або виконує угоди чи подає на торги заявки на купівлю-продаж фінансових інструментів має законні підстави для таких дій, і такі транзакції чи заявки відповідають прийнятним торговельним практикам на відповідному торговельному майданчику (ринку);</p> <p>б) укладення та/або виконання угод, подання на торги заявок на купівлю-продаж фінансових інструментів чи будь-які заходи або дії, що впливають на ціну одного чи декількох фінансових інструментів чи пов'язаного з ними товарного спотового контракту, з використанням фіктивної схеми чи будь-якої іншої форми обману чи махінацій;</p> <p>в) поширення інформації в засобах масової інформації, у тому числі електронних засобах масової інформації або будь-якими іншими засобами, яке подає недостовірні чи оманливі сигнали щодо пропозиції, попиту чи ціни фінансового інструменту чи пов'язаного з ним товарного спотового контракту, або фіксує ціну одного чи декількох фінансових інструментів чи пов'язаного з ними товарного спотового контракту на аномальному чи штучному рівні, якщо особи, що поширювали інформацію, отримують для себе чи іншої особи перевагу чи зиск від поширення згаданої інформації;</p> <p>г) надання будь-якої недостовірної чи оманливої інформації або введення недостовірних чи оманливих даних, або будь-які інші дії, покликані маніпулювати розрахунком цінового індикатора (базового активу дериватива, індексу, іншого бенчмарку).</p>
--	--

37 ¹) встановлює наявність ознак маніпулювання на фондовому ринку	пункт 37¹ частини другої статті 7 «Завдання Національної комісії України з цінних паперів та фондового ринку» – викласти у новій редакції: «визначає порядок виявлення та поряток протидії зловживанням на ринку (незаконне використання інсайдерської інформації та маніпулювання ринком)»
37 ²) встановлює критерії суттєвого відхилення ціни від поточної ціни фінансового інструменту на фондовій біржі залежно від виду, ліквідності та/або ринкової вартості такого інструменту	пункт 37² частини другої статті 7 «Завдання Національної комісії України з цінних паперів та фондового ринку» – викласти у новій редакції: «встановлює та оприлюднює критерії визначення штучного та аномального рівня цін у правочинах з фінансовими інструментами на регульованому фондовому ринку»
Стаття 10¹. Маніпулювання на фондовому ринку Маніпулюванням цінами на фондовому ринку є: 1) здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, які надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності, та вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб і призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок; 2) здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів шляхом вчинення умисних протиправних дій, у тому числі шахрайства чи використання інсайдерської інформації; 3) поширення інформації через засоби масової інформації, у тому числі електронні засоби масової інформації, або будь-якими іншими способами, яке призводить або може призвести до введення в оману учасників ринку щодо ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансових інструментів на фондовій біржі, що не відповідають дійсності, зокрема поширення недо-	статтю 10¹ «Маніпулювання на фондовому ринку» – виключити.

стовірної інформації, у разі, коли особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була недостовірною; 4) купівля або продаж фінансових інструментів перед закриттям торговельної сесії фондової біржі з метою введення в оману учасників ринку щодо цін, які склалися наприкінці торговельної сесії; 5) неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів у власних інтересах чи за рахунок одного і того ж клієнта, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець та покупець одного і того ж фінансового інструменту за однаковою ціною в однаковій кількості або які не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів), а також надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансовим інструментом, під час яких покупець і продавець діють в інтересах клієнта; 6) неодноразове протягом торговельного дня здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, що не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети, якщо за результатами таких торгів власник таких фінансових інструментів не змінюється; 7) неодноразове невиконання учасником біржових торгів зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними протягом торговельного дня у власних інтересах або за рахунок клієнтів, якщо укладення зазначених контрактів спричинило значне збільшення або зниження ціни фінансового інструменту, за умови, що такі контракти мали суттєвий вплив на ціну такого інструменту;	
--	--

<p>8) укладення на фондовій біржі угод з фінансовим інструментом за ціною, що має суттєве відхилення від ціни відповідного фінансового інструменту, яка склалася на фондовій біржі тієї ж торговельної сесії (поточна ціна) шляхом подання безадресних заявок, за умови, що угоди, укладені від імені та/або за рахунок осіб, між якими (працівниками яких) існувала попередня домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни.</p> <p>Не є маніпулюванням цінами на фондовому ринку дії, що мають на меті:</p> <p>1) підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з емітентом таких цінних паперів;</p> <p>2) підтримання цін на цінні папери відкритих або інтервальних інститутів спільного інвестування у зв'язку з їх викупом у випадках, установлених законом;</p> <p>3) підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з фондовою біржею.</p> <p>Не є маніпулюванням на фондовому ринку дії, що вчиняються органами державної влади у зв'язку з реалізацією грошово-кредитної політики або політики управління державним боргом</p>	
<p>11) умисні дії, що мають ознаки маніпулювання на фондовому ринку, визначені цим Законом у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій</p>	<p>пункт 11 частини першої статті 11 «Відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів» – виключити</p>
<p>Коментар: виключено відповідно до вимог пункту 22 преамбули Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу №2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку.</p>	

<p>12) умисне незаконне розголошення, передачу або надання доступу до інсайдерської інформації (крім розкриття інсайдерської інформації в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших випадках, передбачених законом), а також надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), а також вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, – у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних у результаті цих дій.</p> <p>За ті самі дії, вчинені повторно протягом року, – у розмірі від п'ятдесяти до ста тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі від ста п'ятдесяти до трьохсот відсотків до прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій.</p>	<p>пункт 12 частини першої статті 11 «Відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів» – виключити</p>
<p>Коментар: Виключено відповідно до вимог пункту 22 преамбули Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу №2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку</p>	
<p>Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»</p>	
<p>17) регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок – фондова біржа, що функціонує постійно на підставі відповідної ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку в установленому нею порядку, і забезпечує проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання і виконання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів</p>	<p>Пункт 17 частини першої статті 1 «Визначення термінів» – викласти в такій редакції:</p> <p>«17) регульований фондовий ринок – багатостороння система, що знаходиться в управлінні фондовою біржею, та забезпечує за встановленими фондовою біржею правилами допуск фінансових інструментів до торгів та укладання договорів купівлі-продажу таких фінансових інструментів для різних третіх осіб на регулярній основі»</p>

Коментар: відповідно до **Директиви 2014/65/EU Європейського Парламенту та Ради від 15.05.2014 р. про ринки фінансових інструментів, якою вносяться зміни у Директиви 2002/92/EC і Директиви 2011/61/EU:**

Пункт 1 стаття 4 «Визначення термінів»:

(19) «багатостороння система» – система чи механізм, у якій (якому) численні інтереси третіх осіб щодо купівлі та продажу фінансових інструментів можуть взаємодіяти;

(21) «регульований ринок» – уповноважена та регулярно функціонуюча, згідно з розділом III цієї директиви, багатостороння система, обслуговувана і (або) керована оператором ринку, яка поєднує численні інтереси третіх сторін щодо купівлі-продажу фінансових інструментів – у даній системі та відповідно до її недискреційних правил – або сприяє поєднанню цих інтересів у спосіб, що призводить до укладення контракту стосовно фінансових інструментів, допущених до обігу відповідно до її правил та (або) систем.

Терміни «Багатостороння торгова система» та «Організована торгова система» не використовуються внаслідок відсутності зазначених систем в Україні.

Частина першу статті 1 «Визначення термінів» доповнити пунктами у такій редакції:

«21) фондова біржа – це оператор регульованого фондового ринку, що створюється та діє відповідно до Закону;

22) товарний спотовий контракт (договір) – контракт на поставку наявних товарів, що торгуються на товарному ринку, поставка яких здійснюється негайно після проведення розрахунків по контракту, а також контракт на поставку товарів, який не є фінансовим інструментом, у тому числі форвардний контракт на умовах фізичних розрахунків;

23) базовий показник (бенчмарк) – будь-які оприлюднені або опубліковані ставки, індекси або показники, які періодично або регулярно визначаються за допомогою застосування формули до значень одного або декількох базових активів чи цін або на основі таких значень, у тому числі орієнтовних цін, фактичних або орієнтовних процентних ставок або інших значень чи оглядів, за допомогою посилання на які визначається сума, що підлягає сплаті відповідно до фінансового інструменту, або вартість фінансового інструменту.

24) інсайдерська інформація:

а) інформація точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або кількох емітентів або одного чи кількох фінансових інструментів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів);

б) щодо товарних деривативів – інформація точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або декількох таких деривативів або стосується безпосередньо відповідних товарних спотових контрактів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких деривативів або відповідних товарних спотових контрактів;

в) щодо дозволів на викиди або заснованих на них продуктів, що продаються з аукціонів, – інформація точного характеру, яка не була оприлюднена, що стосується прямо або опосередковано одного або декількох таких інструментів, і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких інструментів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів);

г) для осіб, уповноважених виконувати замовлення (розпорядження) клієнтів та подавати на торги заявки на купівлю-продаж фінансових інструментів – інформація, передана клієнтом або така, що стосується відкладених замовлень (розпоряджень) клієнтів щодо фінансових інструментів, яка має точний характер, стосується прямо або опосередковано одного або кількох емітентів або одного чи декількох фінансових інструментів і яка в разі її оприлюднення мала б значний вплив на ціни таких фінансових інструментів, відповідних товарних спотових контрактів або відповідних похідних фінансових інструментів (деривативів)».

<p>Стаття 44. Інсайдерська інформація. 1. Інсайдерська інформація – неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі, якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених цим Законом. 2. Інформація щодо оцінки вартості цінних паперів та/або фінансово-господарського стану емітента, якщо вона отримана виключно на основі оприлюдненої інформації або інформації з інших публічних джерел, не заборонених законодавством, не є інсайдерською інформацією. 3. Інформація не вважається інсайдерською з моменту її оприлюднення відповідно до закону.</p>	<p>Статтю 44 «Інсайдерська інформація» – виключити</p>
<p>Стаття 45. Заборона використання інсайдерської інформації 1. Особі, яка володіє інсайдерською інформацією, забороняється: – вчиняти з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочини, спрямовані на придбання або відчуження цінних паперів і похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, до моменту оприлюднення такої інформації; – передавати інсайдерську інформацію або надавати доступ до неї іншим особам, крім розкриття інформації в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших випадках, передбачених законодавством; – давати будь-якій особі рекомендації стосовно придбання або відчуження цінних паперів і похідних (деривативів), щодо яких він володіє інсайдерською інформацією, до моменту оприлюднення такої інформації. 2. Фондова біржа повинна повідомити Національну комісію з цінних паперів</p>	<p>Статтю 45 «Незаконне використання інсайдерської інформації» – виключити</p>

<p>та фондового ринку про операції з цінними паперами та/або похідними (деривативами), які здійснюються на такій фондовій біржі, у разі, якщо існує підозра в тому, що під час здійснення таких операцій використовується або може бути використана інсайдерська інформація. 3. Відповідальність за протиправне використання інсайдерської інформації встановлюється законом.</p>	
Кримінальний процесуальний кодекс України	
<p>Абзац 2 частини 3 статті 216 «Підслідність» «Якщо під час розслідування зазначених злочинів будуть встановлені злочини, передбачені статтями 192, 199, 200, 222, 222¹, 358, 366 Кримінального кодексу України, вчинені особою, щодо якої здійснюється досудове розслідування, або іншою особою, якщо вони пов'язані із злочинами, вчиненими особою, щодо якої здійснюється досудове розслідування, вони розслідуються слідчими органів, що здійснюють контроль за додержанням податкового законодавства».</p>	<p>В абзаці другому частини 3 статті 216 «Підслідність» цифру 222¹ замінити цифрою 223: «Якщо під час розслідування зазначених злочинів будуть встановлені злочини, передбачені статтями 192, 199, 200, 222, 223, 358, 366 Кримінального кодексу України, вчинені особою, щодо якої здійснюється досудове розслідування, або іншою особою, якщо вони пов'язані із злочинами, вчиненими особою, щодо якої здійснюється досудове розслідування, вони розслідуються слідчими органів, що здійснюють контроль за додержанням податкового законодавства».</p>
<p>Відсутній</p>	<p>Частина 2 статті 242 «Підстави проведення експертизи» доповнити пунктом: «7) визначення ознак маніпулювання ринком та розміру матеріальних збитків, завданих незаконними діями на регульованому ринку».</p>

**Пояснювальна записка до проекту Закону України
«Про внесення змін до Кримінального кодексу України,
Кодексу України про адміністративні правопорушення,
Закону України «Про державне регулювання ринку
цінних паперів в Україні», Закону України «Про цінні
папери та фондовий ринок» щодо протидії
зловживанням на ринку»**

1. Обґрунтування необхідності прийняття акта

Проект Закону «Про внесення змін до Кримінального кодексу України, Кодексу України про адміністративні правопорушення, Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо протидії зловживанням на ринку» (далі – Законопроект) визначає єдиний законний дієвий механізм протидії зловживанням на ринку, що відповідає як загальноприйнятим принципам кримінального права в Україні, так і вирішує питання імплементації Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії та їхніми державами-членами, з іншої сторони.

Зокрема, при розробці Законопроекту був застосований концептуальний підхід, яким повністю вирішено проблеми та прогалини чинного законодавства щодо визначення відповідальності за зловживання ринком:

- 1) вирішено питання правової невизначеності, що наразі існує у чинному законодавстві, та конверговано із законодавством України положення Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу №2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції щодо ринкових зловживань;
- 2) розширено сферу застосування законодавства, що визначає покарання за маніпулювання ринком, шляхом її розповсюдження на всі ринки, в тому числі фондовий;
- 3) вирішено проблему «конкуренції норм», що наразі полягає в одночасному застосуванні до одного й того самого виду правопорушення і адміністративної, і кримінальної відповідальності.

Проблема правової невизначеності, що наразі існує у чинному законодавстві, повністю вирішується у законопроекті шляхом викладення у примітках до відповідних статей Кримінального кодексу України повного та детального визначення правопорушення. Це дозволяє визначити склад злочину на підставі відповідних статей Кримінального кодексу України, позбавляє статті Кримінального кодексу України непритаманного їм бланкетного характеру та забезпечує можливість застосування їх на практиці.

Одночасно поняття «маніпулювання ринком» та «інсайдерська інформація» тлумачаться у законопроекті ідентично поняттям, що закріплені у Директиві Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу №2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції щодо ринкових зловживань та Регламенті (ЄС) 596/2014 від 16.04.2014 р. щодо зловживання ринком. Отже, диспозиції запропонованих редакцій статей Кримінального кодексу України відповідатимуть як загальноприйнятим принципам кримінального права в Україні, так і вимогам європейського законодавства.

Крім того, всі застосовувані у статтях поняття є такими, що унеможливають їхнє двояке тлумачення, інше розуміння.

В аспекті правової визначеності слід також зауважити, що через особливості діяльності на організованих ринках, притягнення до відповідальності осіб, які здійснюють зловживання, можливе лише за спеціальними складами злочинів, що передбачають відповідальність саме за ці дії. В історичному аспекті поява у законодавстві як України, так і європейських країн спеціальних складів злочинів за шахрайство та зловживання на ринку стала наслідком саме безпідставності та неможливості кваліфікації таких дій за іншими статтями кримінального законодавства.

Наразі можливість притягнення до кримінальної відповідальності за зловживання на ринку відсутня через вади та складність застосування статей 222¹, 232¹ Кримінального кодексу України у чинній редакції. Про це також свідчать статистичні дані про відсутність вироків за цими статтями.

Щодо розширення сфери застосування варто зазначити, що з метою забезпечення цілісності фінансових ринків законопроект-

том визначено розширення сфери застосування законодавства та притягнення до відповідальності не тільки учасників фондового ринку (як це передбачено чинним законодавством України), але й учасників інших регульованих ринків, як це прийнято у всіх розвинутих європейських країнах.

Щодо вирішення проблеми «конкуренції норм»: законопроект передбачає виключення із законодавства України адміністративної відповідальності за маніпулювання на фондовому ринку та незаконне використання інсайдерської інформації та введення у національне законодавство виключно кримінальних санкцій за такі правопорушення на всіх регульованих ринках. Зазначений принцип застосування кримінальних санкцій повністю відповідає застосовуваним в Європі практиці та принципам, що закріплені, зокрема у пункті 22 преамбули Директиви № 2014/57/ЄС щодо введення у національне законодавство «виключно кримінальних санкцій за маніпулювання ринком».

З огляду на це вказаний Законопроект повністю задовольняє вимоги як національного законодавства щодо визначення кримінальної відповідальності за зловживання на ринку, так і реалізує у національному законодавстві положення Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу № 2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції щодо ринкових зловживань, а також усуває міжгалузевий конфлікт між нормами Кримінального кодексу України та Кодексу України про адміністративні правопорушення.

2. Мета та шляхи її досягнення

Мета:

- 1) імплементація в законодавство України положень Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу № 2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку;
- 2) вирішення питання правової невизначеності статей 222¹, 232¹ Кримінального кодексу України;
- 3) розширення сфери застосування норм кримінального законодавства за маніпулювання на всі ринки;

4) вирішення питання «конкуренції норм» адміністративного та кримінального законодавства в частині застосування покарання за маніпулювання ринком.

Шляхи досягнення: Прийняття Закону України «Про внесення змін до Кримінального кодексу України, Кодексу України про адміністративні правопорушення, Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» щодо протидії зловживанням на ринку», яким:

1) У Кримінальному кодексі:

- статтю 222¹ (маніпулювання на фондовому ринку) – виключити;
- статтю 223 (маніпулювання на фондовому ринку) – доповнити кодекс статтею;
- статтю 232¹ (незаконне використання інсайдерської інформації) – викласти у новій редакції;

2) У Кодексі України про адміністративні правопорушення – виключити:

- статтю 163⁸ «Маніпулювання на фондовому ринку»;
- статтю 163⁹ «Незаконне використання інсайдерської інформації»;
- статтю 244¹⁷ «Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку» викласти у новій редакції;

3) У Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»:

- статтю 1 «Визначення термінів» – доповнити;
- статтю 10¹ «Маніпулювання на фондовому ринку» – виключити;
- пункти 11 та 12 статті 11 «Відповідальність юридичних осіб за правопорушення на ринку цінних паперів» – виключити;
- пункти 37¹ та 37² частини 2 статті 7 «Завдання Національної комісії України з цінних паперів та фондового ринку» – викласти в новій редакції;

4) У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок»:

- пункт 17 частини 1 статті 1 «Визначення термінів» – викласти у новій редакції;
- частину 1 статті 1 «Визначення термінів» – доповнити новими пунктами 21, 22, 23, 24;

- статтю 44 «Інсайдерська інформація» – виключити;
- статтю 45 «Незаконне використання інсайдерської інформації» – виключити;
- 5) У Кримінальному процесуальному кодексі України:
 - абзац 2 частини 3 статті 216 «Підслідність» – зміни;
 - частину 2 статті 242 «Підстави проведення експертизи» – доповнити пунктом 7.

3. Правові аспекти

У даній сфері суспільних відносин діють:

- Конституція України;
- Кримінальний кодекс України;
- Кримінальний процесуальний кодекс України;
- Кодекс України про адміністративні правопорушення;
- Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»;
- Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Реалізація Закону не потребує внесення додаткових змін до чинних актів, а також необхідності розроблення нових правових актів.

4. Фінансово-економічне обґрунтування

Реалізація законопроекту не потребує матеріальних та інших витрат.

Реалізація законопроекту не потребує додаткових витрат з Державного бюджету України.

Реалізація положень Закону у разі його прийняття не спричинить додаткових видатків з Державного бюджету України.

5. Позиція заінтересованих органів

Проект Закону погоджено без зауважень Міністерством

За результатами правової експертизи проект Закону погоджено Міністерством юстиції України без зауважень.

6. Регіональний аспект

Проект Закону не стосується питання розвитку адміністративно-територіальних одиниць України.

7. Запобігання корупції

У проекті Закону відсутні правила і процедури, які можуть містити ризики вчинення корупційних правопорушень. Проект Закону не потребує проведення громадської антикорупційної експертизи.

8. Громадське обговорення

Проект Закону з метою отримання можливих зауважень і пропозицій до змісту його положень оприлюднений на веб-сайті ----- . Зауваження та пропозиції до проекту Закону не надходили.

9. Позиція соціальних партнерів

Проект Закону не стосується соціально-трудової сфери.

10. Прогноз результатів

Прийняття Закону дозволить:

- 1) імплементувати в національне законодавство положення Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу № 2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку;
- 2) вирішити питання правової невизначеності статей 222¹, 232¹ Кримінального кодексу України;
- 3) розширити сферу застосування норм кримінального законодавства за маніпулювання на всі ринки;
- 4) вирішити питання «конкуренції норм» адміністративного та кримінального законодавства в частині застосування покарання за маніпулювання ринком;
- 5) забезпечити реалізацію превентивного підходу у боротьбі з маніпулюванням ринком;
- 6) збільшити інвестиції в економіку України, зокрема через підвищення довіри внутрішніх та іноземних інвесторів внас-

лідок запровадження цивілізованих європейських правил щодо протидії зловживань на ринку.

«_____» _____ 2019 року

Висновки до Глави 5

1. З огляду на сумнівні концепти чинного законодавства та проблеми доведення наявності очевидності чи протиправного маніпулювання, дедалі актуальним для слідчої та судової практики в Україні стає застосування принципу презумпції невинуватості, викладеного в статті 62 Конституції України та статті 27 КПК України, згідно з яким «усі сумніви щодо доведеності вини особи тлумачаться на користь такої особи». Використання цілої низки розмитих оціночних понять, які становлять об'єктивну сторону такого злочину, як маніпулювання на фондовій біржі, є неприпустимим з точки зору дотримання принципу юридичної визначеності та логіки законодавчої техніки. Відсутність у законодавстві чіткого визначення забороненої форми поведінки (маніпулювання на фондовій біржі) обумовлює неможливість з'ясування точного змісту кримінально-правової норми та її належного застосування. Положення статті 222¹ КК України «Маніпулювання на фондовому ринку», крім конкуренції з нормами адміністративного права, яким передбачена відповідальність за аналогічні діяння, при криміналізації діянь, які раніше карались адміністративними санкціями, протирічать засадам, викладеним у статті 22 Конституції України, відповідно до якої «при прийнятті нових законів або внесенні змін до чинних законів не допускається звуження змісту та обсягу існуючих прав і свобод». Застосована криміналізація діяння є різновидом недопустимого звуження існуючих прав і свобод людини, а отже, стаття 222¹ КК України не підлягає застосуванню.

2. З огляду на висвітлені недоліки законодавства, положення статті 222¹ КК України «Маніпулювання на фондовому ринку» су-

перечать статті 22 Конституції України, засаді верховенства права та принципу юридичної визначеності, закріпленому в міжнародних правових актах і правових позиціях Європейського суду з прав людини, не підлягають застосуванню, а засоби протидії незаконним операціям на фондовому ринку мають бути конкретизовані за умови застосування принципу декриміналізації в адміністративному законодавстві. Стаття 222¹ КК України «Маніпулювання на фондовому ринку» має бути вилучена (скасована) з КК України.

3. Диспозиція норми щодо відповідальності за «маніпулювання ринком» має бути викладена більш чітко з дотриманням принципу юридичної визначеності, без застосування багатозначних, розпливчатих і неконкретних положень в окремому законодавчому акті – Кодексі України «Про проступки».

4. Диспозиція норми щодо відповідальності за незаконні маніпулювання на ринку має бути конкретизована без застосування бланкетного способу й оціночних, розмитих неконкретних положень і щонайменше включати такі положення: «умисні дії учасника ринку з маніпулювання урегульованим законом ринком, шляхом надання будь-якої завідомо неправдивої чи недостовірної інформації, декларації фіктивних пропозицій чи оманливих намірів або поширення інших завідомо хибних даних чи фактів, які завдали значної шкоди інтересам інших». У примітках до цієї статті доцільно дати чітке визначення таких понять, як «ринок», «протиправне маніпулювання ринком», «шкідливі наслідки протиправного маніпулювання ринком»; дії, що «не є маніпулюванням ринком», а отже, правопорушенням; дії, які здійснюються відповідно до чинних на ринку правил, регламентів, стандартів, затверджених в установленому порядку; отримання правомірної вигоди при дотриманні таких правил, регламентів, стандартів.

5. Унесення пропонувань змін до національного законодавства (Кримінального кодексу України, Кодексу України про адміністративні правопорушення, Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо протидії зловживанням на ринку») забезпечить законний дієвий механізм протидії зловживанням на ринку, що відповідає як загальноприйнятим принципам кримінального права в Україні, так і вирішить питання

імплементатії важливої частини європейської правової основи: Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу № 2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку. Законодавча імплементатія цієї ініціативи дозволить ліквідувати правову невизначеність, сформулювати чіткі, зрозумілі та справедливі правила у сфері регулювання діяльності фінансових посередників та усунути підґрунтя для регуляторного свавілля й тиску на бізнес.

ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

З формальної точки зору ринок капіталу в Україні інституційно оформлений і має всі необхідні елементи: фондові біржі, депозитарії, депозитарні установи, ліцензованих інституційних інвесторів та брокерів, а також регулятора. Незважаючи на прийнятний рівень технологічного забезпечення біржової торгівлі та розрахунків за її наслідками (при тому що державна централізація клірингу та розрахунків консервує їхній технологічний розвиток), інституційно та технологічно створені умови для формування біржових цін, фундаментальні вади економіки й фондового ринку породжують низьку або навіть наднизьку ліквідність останнього та не дозволяють формувати об'єктивні ціни на фінансові інструменти. Отже, біржова торгівля є заручником такої ситуації і не може виконати свою базову функцію – формувати справедливі ціни.

У цій ситуації постає питання про те, як у такому випадку розглядати зловживання на ринку: маніпулювання та використання інсайдерської інформації. Фундаментальною ознакою маніпулювання є навмисний вплив на ціну інструменту, яка об'єктивно склалася на біржі, так звану дійсну ціну, з метою отримання неправомірної вигоди. Фактично, з логічної та економічної точки зору будь-які правочини на біржі можна розглядати як маніпулювання, оскільки для формування так званих дійсних цін рівень ліквідності є низьким.

Численні наукові теорії та моделі, що пояснюють поведінку цін на фінансові активи та негативний вплив інформаційної асиметрії на об'єктивність ціноутворення на фінансові інструменти, базуються насамперед на умовах функціонування розвинених фондових ринків. Такі ринки суттєво відрізняються від незрілих (до яких належить і вітчизняний) за певними чинниками: як за принциповими (зацікавленість емітентів та інвесторів в ефективному та конкурентному залученні та розміщенні капіталу), так і за супутніми (значний розмір, ліквідність, регульованість, прозорість). Ефективність боротьби з інформаційною асиметрією та

об'єктивність ціноутворення є тим вищими, чим вищими є ступінь розвитку ринку та ліквідність.

На фондовому ринку України завдяки низці об'єктивних (соціально-економічних) і суб'єктивних (спотворене регулювання) причин відсутні умови та можливості для формування справедливих цін на переважну більшість фінансових інструментів. Виняток становлять лише державні облігації. Будь-які біржові ціни, в тому числі на цінні папери, що використовуються для розрахунку біржових фондових індексів, від самого початку є штучними, а так звані «дійсні» ціни на ринку просто не існують. З формальної точки зору, можна припустити, що будь-яке ціноутворення на українському фондовому ринку є маніпулюванням. Це буде підміною понять, оскільки економічна природа маніпулювання полягає в штучному спотворенні саме об'єктивних цін. Об'єктивні ціни можуть сформуватися лише за умов значно вищої ліквідності, конкуренції, адекватного регулювання і тільки за інструментарієм публічних компаній, зацікавлених в існуванні таких об'єктивних цін.

Структурно-функціональні деформації національного фондового ринку та обмеженість (умовність) ціноутворення зумовлюють складнощі виявлення та протидії зловживанням ринком.

Законодавче оформлення інституту відповідальності за зловживання на фондовому ринку в Україні розвивалося досить повільно, зі значним запізненням порівняно з іншими країнами, тому нині фактично перебуває на початковій стадії. У Кримінальному кодексі України можна виокремити аж 8 статей, які, з огляду на назву та диспозицію, можна віднести до «фондових» злочинів, але більшість із цих статей є застарілими, оскільки на сучасному етапі функціонування фондового ринку та його інфраструктури описувані злочини є надто екзотичними або утопічними (просто неможливими для реального вчинення). Проте найбільш значущі правопорушення та відповідальність за них були врегульовані у національному законодавстві лише через 15–20 років після набуття Україною незалежності та появи фондового ринку (використання інсайдерської інформації – у 2006 р., маніпулювання – у 2011 р.), а відповідні кримінальні норми викладені в бланкетний спосіб. Понятійно-термінологічний апарат і адекватна методологія виявлення ознак та сценаріїв маніпулювання не розроблені дотепер.

пер. Отже, істотна правова невизначеність створює передумови для суб'єктивності підходів до кваліфікації таких правопорушень і суперечливого правозастосування.

Методичні рекомендації НКЦПФР зі встановлення наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку є непублічними та жодним чином не додають визначеності, оскільки не конкретизують терміни та поняття, не містять формалізованих критеріїв, методів аналізу та звітів щодо їхніх результатів, алгоритмів, методик та інших засобів відображення процедур виявлення зловживань.

Залучення до судових проваджень експертів ускладнюється значною специфікою фондового ринку та необхідністю отримання експертами спеціальних знань про зловживання ринком. Європейське законодавство прямо вказує на необхідність такого навчання суддів, прокурорів, представників правоохоронних органів, кадрів судових та компетентних органів, залучених до кримінального судочинства та розслідування. Проте в Україні, з одного боку, НКЦПФР серед численних програм підготовки різних категорій фахівців фондового ринку не запропонувала формату навчання для експертів і правоохоронців, з іншого боку, відсутній інтерес фахівців експертних установ до навчання за існуючими в НКЦПФР програмами. Не дивно, що в експертних установ України зазвичай відсутні фахівці, що спеціалізуються на проведенні експертиз по діяльності на фондовому ринку, та відсутні методики проведення таких експертиз. Таким чином, учасники фондового ринку сьогодні вкрай обмежені у можливостях щодо використання висновків судової експертизи у провадженнях, пов'язаних зі зловживаннями ринком, що позбавляє інвесторів прав на справедливий судовий розгляд.

Це суттєво відрізняє українську практику від європейської, яка характеризується комплексною побудовою законодавства щодо зловживань на ринку, побудовою дієвих процедур на рівні регуляторів фінансових ринків, застосуванням спеціальних науково-практичних досліджень, впровадженням багаторівневих автоматизованих систем для різних форм аналізу значних масивів даних з метою виявлення сумнівних операцій і прийняття чітко формалізованих та об'єктивних рішень щодо наявності чи від-

сутності ознак зловживання. Необхідно враховувати ці чинники, адже суто формальна та вибіркова імплементація європейського законодавства щодо зловживання ринком може залишитися неефективною без впровадження належного методичного, регуляторного, судово-експертного та IT-забезпечення.

Стан розвитку ринку капіталу в Україні та законодавча доктрина не дозволяють дослівну імплементацію Євродирективи щодо зловживань на ринку, а потребують її конвергенції. Проблематика імплементації законодавства ЄС (Директиви MAD II та Регламенту MAR) щодо зловживань на ринках капіталів на прикладі Польщі засвідчила, що незважаючи на наявність достатньо розвиненого ринку та певного перехідного періоду, Польща зіткнулася з об'єктивними складнощами – не тільки суто юридичного характеру, але й через невизначення органом нагляду за ринком так званих ринкових практик (внаслідок недостатності методичного та регуляторного забезпечення). Це слід враховувати, оскільки проблем в Україні очікується значно більше, з огляду на менш розвинений ринок, специфічну позицію його регулятора, динаміку європейської правової основи та відсутність офіційних перекладів українською мовою великої кількості європейських законодавчих актів щодо фінансових ринків.

Як практичний підсумок дослідження в главі 5 наведено проект Закону України щодо протидії зловживанням на ринку, в якому до національного законодавства пропонується внесення змін, пов'язаних з імплементацією важливої частини європейської правової основи: Директиви Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу № 2014/57/ЄС від 16.04.2014 р. про кримінальні санкції за зловживання на ринку. Законодавча імплементація цієї ініціативи дозволить ліквідувати правову невизначеність, сформулювати чіткі, зрозумілі та справедливі правила у сфері регулювання діяльності фінансових посередників та усунути підґрунтя для регуляторного свавілля й тиску на бізнес.

ПІСЛЯМОВА

В основу цієї книги покладена дуальність проблеми протидії зловживанням на ринку капіталів – поєднання в ній правової та економічної складових. Визнаючи методологічну вразливість пошуку універсальних принципів та підходів до розв'язання зазначеної проблеми, основний діапазон дослідницьких та експертних оцінок автори вибудували на комплексному підході.

За значної кількості прикладних та академічних досліджень проблем дисфункціональності та «провалів» ринків капіталу, ринкових зловживань необхідно визнати, що переважна їх більшість концентрується на вивченні розвинених ринків капіталу, які характеризуються високою ліквідністю та дієвими механізмами біржового ціноутворення, де функціонують реально публічні компанії. Умови ж функціонування українського фондового ринку вкрай далекі від розвинених ринків капіталу. Крім того, через нетривалий період існування в національному законодавстві норм щодо маніпулювання та інсайдерської торгівлі, судова практика ще не сформувалась, а нормативні вимоги, правозастосування, методичне та експертне забезпечення викликають багато питань та потребують значних змін. Додатковим чинником актуальності цього дослідження є необхідність приведення законодавства України у відповідність з нормами ЄС.

Саме ці обставини зумовили спочатку низку тривалих і гострих дискусій, а згодом – появу дослідження проблеми ринкових зловживань з урахуванням особливостей та деформацій, притаманних незрілому фондовому ринку, одночасно з правових та економічних позицій, із проведенням детального аналізу сучасного стану нормативного, методичного та судово-експертного забезпечення, порядку правозастосування та судової практики.

Усвідомлюючи всю складність окресленого, автори вирішили не лише об'єднати досвід, інтелект і зусилля правників та фінансистів, зокрема зарубіжного експерта у питаннях імплементації європейської правової основи щодо протидії зловживанням рин-

ком до національного законодавства держави-члена ЄС (Польщі), але й практиків зі сфер організації біржової торгівлі цінними паперами та правового захисту учасників фондового ринку України, саморегульованої організації, що об'єднує торговців цінними паперами та депозитарні установи.

Вихідна домінанта авторського підходу закладена у самій назві цього видання, в урахуванні як теоретико-економічної складової проблеми маніпулювання цінами та інсайдерської торгівлі, з'ясуванні сутнісних аспектів цих зловживань, критичному осмисленні та узагальненні практики вчинення та процедур протидії таким правопорушенням на розвинених ринках капіталу, так і складнощів виявлення зловживань на незрілих ринках за відсутності об'єктивного ціноутворення та значної інформаційної асиметрії.

Робота містить не лише докладний аналіз норм чинного законодавства України, еволюції правової основи США та ЄС щодо протидії зловживанням на ринку, приклади конкретних справ щодо правопорушень на фондовому ринку України, але й авторське бачення змін до національного законодавства з метою приведення у відповідність до норм ЄС.

Авторський колектив намагався не просто продемонструвати комплексний погляд на проблему ринкових зловживань, а відобразити існуючі суперечності в підходах до вирішення цієї проблеми.

Сподіваємось, що читачі після ознайомлення з думками авторів дослідження сформулюють власну точку зору на проблему зловживань на ринку капіталів, принаймні отримають шанс агрегувати раціональні зерна авторських поглядів.

ДОДАТОК 1

Методичні рекомендації зі встановлення наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку, затвержені Наказом Голови НКЦПФР від 19.08.2013 р. № 445

1. Загальні положення

1.1. Методичні рекомендації містять орієнтовний перелік питань, зміст і послідовність дій під час встановлення наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку працівниками Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – Комісія).

1.2. Підставами для встановлення наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку можуть бути:

а) виявлені Комісією факти, які дають підстави припускати наявність в діях осіб ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку;

б) висновок фондової біржі щодо можливого маніпулювання цінами;

в) інформація про результати перевірки причин ситуації цінової нестабільності та значного коливання ціни цінного папера;

г) скарги, заяви, звернення фізичних та юридичних осіб, які містять обґрунтовані повідомлення про можливе маніпулювання цінами;

г) звернення правоохоронних органів та інших органів державної влади;

д) інформація з інших джерел, яка містить дані про факти можливого маніпулювання цінами;

е) виявлення Комісією нових документів (обставин), що не були (не могли бути) відомі під час проведення перевірки наявності ознак маніпулювання на фондовому ринку та які можуть вплинути на висновки за результатами перевірки.

1.3. Методичні рекомендації розроблені відповідно до статей 3, 7, 8, 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (далі – Закон), Закону України «Про інформацію», Закону України «Про захист від недобросовісної конкуренції», Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.12.2006 р. № 1449, зареєстрованих у Міністерстві юстиції України 23.01.2007 р. за № 52/13319 (із змінами і доповненнями) (далі – Правила № 1449), Положення про функціонування фондових бірж, затвердженого рішенням Комісії від 22.11.2012 р. № 1688, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 14.12.2012 р. за № 2082/22394, Положення про порядок складання адміністративних даних щодо здійснення діяльності організаторами торгівлі, оприлюднення інформації та подання відповідних документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, затвердженого рішенням Комісії від 25.09.2012 р. № 1284, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 16.10.2012 р. за № 1738/22050 (із змінами та доповненнями), Положення про порядок складання та подання адміністративних даних щодо діяльності торговців цінними паперами до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, затвердженого рішенням Комісії від 25.09.2012 р. № 1283, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 16.10.2012 р. за № 1737/22049 (із змінами і доповненнями), та Положення про порядок складання та розкриття інформації компаніями з управління активами та особами, що здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів, та подання відповідних документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, затвердженого рішенням Комісії від 01.10.2012 р. № 1343, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 19.10.2012 р. за № 1764/22076 (із змінами та доповненнями).

2. Правова характеристика правопорушень, пов'язаних з маніпулюванням цінами на фондовому ринку

2.1. Об'єктивні ознаки правопорушень, пов'язаних з маніпулюванням цінами на фондовому ринку.

Установлений законодавством України та міжнародними нормативними актами порядок здійснення господарської (підприємницької) діяльності передбачає отримання прибутків лише у межах правового поля. Тобто, у вузькому розумінні, родовим об'єктом правопорушення, передбаченого статтею 10¹ Закону, є установлені нормативно-правовими актами України порядок здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів.

2.2. Суб'єктом правопорушення може бути:

– учасник біржових торгів: юридична особа, яка має ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з торгівлі цінними паперами;

– у випадках, передбачених законодавством України, інші особи та державні органи, які, згідно з правилами фондової біржі, отримали право подавати заявки та укладати біржові контракти;

– клієнт учасника біржових торгів: юридична або фізична особа.

2.3. Суб'єктивною стороною правопорушення є вина суб'єкта.

2.4. Безпосереднім об'єктом правопорушення, передбаченого статтею 10¹ Закону, є суспільні відносини, на які посягає порушник при здійсненні маніпулювання на фондовому ринку.

2.5. Об'єктивною стороною правопорушення є умисні дії суб'єкта.

2.6. Метою здійснення операції щодо маніпулювання цінами на фондовому ринку є отримання прибутку або уникнення отримання збитків у діяльності.

3. Встановлення наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку

3.1. Статтею 10¹ Закону визначені такі ознаки маніпулювання цінами на фондовому ринку:

1) Здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, які надають або можуть надавати уявлення щодо поставки, при-

дбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності, та вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб і призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок.

Дії особи чи групи осіб можуть мати ознаки маніпулювання цінами на фондовому ринку, відповідно до пункту 1 частини першої статті 10¹ Закону, за сукупності таких умов:

- здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів;
- операції або заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів надають або можуть надавали уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідає дійсності;
- наслідком таких дій є встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок.

Такі дії можуть бути вчинені одноосібно або за попередньою змовою групою осіб.

Ознакою намагання здійснити операції купівлі або продажу фінансових інструментів може бути, наприклад, факт розірвання договору.

Суб'єктами правопорушення можуть бути учасники торгів та/або їх клієнти.

При встановленні осіб, які можуть бути причетними до маніпулювання, доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

- адміністративні дані організаторів торгівлі;
- заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);
- разові замовлення, що надаються клієнтом торговцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (з'ясувати форму подання разового замовлення).

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами доцільно проаналізувати:

- власників фінансового інструменту;
- зв'язки між торговцем цінними паперами, його клієнтом та/або емітентом цінних паперів (асоційованість, афілійованість, пов'язаність);

– знаходження фінансового інструменту в активах пайових та корпоративних інвестиційних фондів;

– події (факти), які сталися та очікувані події (факти) в діяльності емітента цінних паперів, скоєння яких могло або може спричинити підвищення та/або зниження цін на випущені цінні папери або торгівлю активність з цими цінними паперами.

Питання, які можуть бути досліджені при встановленні факторів, які могли вплинути на ціну фінансового інструменту:

- зовнішні чинники;
- динаміка ціни фінансового інструменту за період до та після дати можливого маніпулювання цінами;
- обсяги торгів цінним папером на фондовій біржі, на якій здійснювалося маніпулювання, та на інших фондових біржах;
- фінансова звітність емітента цінних паперів;
- особлива інформація емітента цінних паперів;
- реклама емітента цінних паперів;
- статті в засобах масової інформації щодо діяльності емітента цінних паперів тощо.

Доцільно звертати увагу на факт повернення ціни цінного папера на попередній рівень після маніпулятивних дій з цим цінним папером.

Для встановлення дійсної вартості фінансового інструменту доцільно проаналізувати:

- фінансові документи емітента цінних паперів;
- аудиторський висновок емітента цінних паперів;
- капіталізацію емітента цінних паперів;
- новини в засобах масової інформації на предмет злиття, приєднання, поділу, виділу, перетворення емітента цінних паперів.

У разі необхідності може бути проведена перевірка фінансово-господарської діяльності емітента цінних паперів відповідно до законодавства.

Доцільно перевірити:

- чи укладався договір між фондовою біржею та учасником біржових торгів щодо підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами;

– чи підтримувалася ціна на цінні папери відкритих або інтервальних інститутів спільного інвестування у зв'язку з їх викупом у випадках, установлених законом;

– чи укладався договір між учасником біржових торгів та емітентом цінних паперів щодо підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом.

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку учасників ринку цінних паперів доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

а) у фондової біржі:

– зміна поточної ціни цінного папера (час розрахунку та числові значення);

– заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);

– перелік біржових контрактів з фінансовими інструментами;

– зміна ціни фінансового інструменту в залежності від зміни ціни на цінні папери, які входять до складу «індексного кошика»;

– документи щодо включення до біржового списку та біржового реєстру цінних паперів;

б) у торговця цінними паперами:

– разові замовлення, що надаються клієнтом торговцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (звернути увагу на форму подання таких разових замовлень);

– заявки, що подаються учасниками торгів на фондову біржу (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);

– правочини (договори купівлі-продажу) торговця цінними паперами (у разі, якщо торговець цінними паперами діяв як брокер, доцільно дослідити, в якій формі подавалися заявки відповідно до договору на брокерське обслуговування).

2) Здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів шляхом вчинення умисних протиправних дій, у тому числі шахрайства чи використання інсайдерської інформації.

Дії особи чи групи осіб можуть мати ознаки маніпулювання цінами на фондовому ринку, відповідно до пункту 2 частини першої статті 10¹ Закону, у разі, якщо такі дії вчиняються шляхом

здійснення умисних протиправних дій, у тому числі шахрайства чи використання інсайдерської інформації.

Суб'єктами правопорушення можуть бути учасники торгів та/або їх клієнти.

При встановленні осіб, які можуть бути причетними до маніпулювання, доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

– адміністративні дані організаторів торгівлі;

– заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);

– разові замовлення, що надаються клієнтом торговцю цінними паперами повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (з'ясувати форму подання разового замовлення).

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами доцільно проаналізувати:

– власників фінансового інструменту;

– зв'язки між торговцем цінними паперами, його клієнтом та/або емітентом цінних паперів (асоційованість, афілійованість, пов'язаність);

– знаходження фінансового інструменту в активах пайових та корпоративних інвестиційних фондів.

Відповідно до статті 190 Кримінального кодексу України, шахрайство – заволодіння чужим майном або придбання права на майно шляхом обману чи зловживання довірою.

Під час встановлення можливого шахрайства осіб, які можуть бути причетними до маніпулювання, доцільно перевірити документи, що підтверджують набуття права власності на фінансові інструменти.

Відповідно до статті 10 Закону, на прохання уповноважених осіб Національної комісії цінних паперів та фондового ринку правоохоронні органи надають інформацію, яку мають у своєму розпорядженні та яка є необхідною для забезпечення належного контролю за ринком цінних паперів. Отже, у разі наявності підозри щодо шахрайських дій осіб доцільно звернутися до правоохоронних органів.

Відповідно до статті 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», інсайдерська інформація – неоприлюднена

інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі, якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених законом.

Для виявлення ознак протиправного використання інсайдерської інформації доцільно проаналізувати:

а) випадки значних коливань ціни цінного папера та/або похідного (дериватива) за такими критеріями:

– відхилення ціни біржового контракту (заявки) від ціни закриття попередньої торговельної сесії;

– зміну біржового курсу цінного папера та/або похідного (дериватива) та поточної ціни цінного папера за певний період;

б) події (факти), які сталися та очікувані події (факти) в діяльності емітента цінних паперів, скоєння яких могло або може спричинити підвищення та/або зниження цін на випущені цінні папери або торгів активність з цими цінними паперами (чи належить така інформація до інсайдерської, період оприлюднення такої інформації відповідно до закону);

в) договори за попередній період (до моменту оприлюднення інформації за 15 календарних днів);

г) випадки незвичної торгової активності (незвично великий обсяг торгів цими цінними паперами);

г) виявлені нестандартні договори за такими показниками:

– ціна закриття;

– загальний обсяг;

– загальна кількість договорів.

д) списки осіб, які мали доступ до інсайдерської інформації та їх зв'язки з особами, які мали можливість використати таку інформацію (асоційованість, афілійованість, пов'язаність).

Під час встановлення можливого використання інсайдерської інформації потрібно перевірити та встановити, які особи володіли інсайдерською інформацією.

3) Поширення інформації через засоби масової інформації, у тому числі електронні засоби масової інформації, або будь-якими іншими способами, яке призводить або може при-

звести до введення в оману учасників ринку щодо ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансових інструментів на фондовій біржі, що не відповідають дійсності, зокрема поширення недостовірної інформації, у разі, коли особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була недостовірною.

Дії особи чи групи осіб можуть мати ознаки маніпулювання цінами на фондовому ринку, відповідно до пункту 3 частини першої статті 10¹ Закону, за сукупності таких умов:

– поширення інформації через засоби масової інформації, у тому числі електронні засоби масової інформації, або будь-якими іншими способами;

– таке поширення інформації призводить або може призвести до введення в оману учасників ринку щодо фінансових інструментів, щодо ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансових інструментів на фондовій біржі, що не відповідають дійсності, зокрема поширення недостовірної інформації;

– особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була недостовірною.

Суб'єктами правопорушення можуть бути юридичні та/або фізичні особи.

При встановленні осіб, які можуть бути причетними до маніпулювання, доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

– адміністративні дані організаторів торгівлі;

– інформацію, що поширюється через засоби масової інформації (рекламу, статті тощо).

Доцільно з'ясувати зв'язок особи, яка поширює таку інформацію, з фінансовим інструментом (володіння, торгівля тощо).

Крім того, слід проаналізувати, чи призвело поширення такої інформації до зміни ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансових інструментів на фондовій біржі. У разі зміни ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансових інструментів на фондовій біржі проаналізувати події (факти), які сталися, та очікувані події (факти) в діяльності емітента цінних паперів, скоєння яких могло або може спричинити підвищення та/або зниження цін на випущені цінні папери або торгів активність з цими цінними паперами. Проаналізувати необхідно і інформацію фондової

біржі щодо поточної ціни цінного папера (час розрахунку та числові значення).

Відповідно до частини першої статті 151 Закону України «Про захист від недобросовісної конкуренції», поширення інформації, що вводить в оману, є повідомлення суб'єктом господарювання, безпосередньо або через іншу особу, одній, кільком особам або невизначеному колу осіб, у тому числі в рекламі, неповних, неточних, неправдивих відомостей, зокрема внаслідок обраного способу їх викладення, замовчування окремих фактів чи нечіткості формулювання, що вплинули або можуть вплинути на наміри цих осіб щодо придбання (замовлення) чи реалізації (продажу, поставки, виконання, надання) товарів, робіт, послуг цього суб'єкта господарювання.

Інформацією, що вводить в оману, в цьому випадку можуть бути, зокрема, відомості щодо ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансових інструментів на фондовій біржі, які містять неповні, неточні або неправдиві дані.

При з'ясуванні питання про недостовірність поширення інформації важливим є з'ясування того, чи є вона оціночним судженням.

Відповідно до частини першої статті 30 Закону України «Про інформацію», ніхто не може бути притягнутий до відповідальності за висловлення оціночних суджень,

Абзацом 2 частини другої статті Закону України «Про інформацію» встановлено, що оціночними судженнями, за винятком наклепу, є висловлювання, які не містять фактичних даних, критика, оцінка дій, а також висловлювання, що не можуть бути витлумачені як такі, що містять фактичні дані, зокрема з огляду на характер використання мовно-стилістичних засобів (вживання гіпербол, алегорій, сатири). Оціночні судження не підлягають спростуванню та доведенню їх правдивості.

4) Купівля або продаж фінансових інструментів перед закриттям торговельної сесії фондової біржі з метою введення в оману учасників ринку щодо цін, які склалися наприкінці торговельної сесії.

Дії особи чи групи осіб можуть мати ознаки маніпулювання цінами на фондовому ринку, відповідно до пункту 4 частини першої статті 10¹ Закону, за сукупності таких умов:

– купівля або продаж фінансових інструментів здійснюється перед закриттям торговельної сесії фондової біржі (наприклад, ціна фінансового інструменту, яка склалася перед закриттям сесії може вплинути на ціну базового активу);

– метою операцій купівлі або продажу фінансових інструментів є введення в оману учасників ринку щодо цін, які склалися наприкінці торговельної сесії;

– повинна бути наявна зміна цін фінансових інструментів наприкінці торговельної сесії.

Суб'єктами правопорушення можуть бути учасники торгів та/або їх клієнти.

При встановленні осіб, які можуть бути причетними до маніпулювання, доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

– адміністративні дані організаторів торгівлі;

– заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);

– разові замовлення, що надаються клієнтом торгівцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (з'ясувати форму подання разового замовлення).

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами доцільно проаналізувати:

– власників фінансового інструменту;

– зв'язки між торговцем цінними паперами, його клієнтом та/або емітентом цінних паперів (асоційованість, афілійованість, пов'язаність);

– знаходження фінансового інструменту в активах пайових і корпоративних інвестиційних фондів;

– події (факти), які сталися та очікувані події (факти) в діяльності емітента цінних паперів, скоєння яких могло або може спричинити підвищення та/або зниження цін на випущені цінні папери або торгівлю активність з цими цінними паперами.

Доцільно довести, що метою операцій купівлі або продажу фінансових інструментів є введення в оману учасників ринку щодо цін, які склалися наприкінці торговельної сесії, що можливо при наявності доказів, з яких випливає, що особа при здійсненні таких операцій мала таку мету.

Доцільно перевірити:

– чи укладався договір між фондовою біржею та учасником біржових торгів щодо підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами:

– чи підтримувалася ціна на цінні папери відкритих або інтервальних інститутів стильного інвестування у зв'язку з їх викупом у випадках, установлених законом;

– чи укладався договір між учасником біржових торгів та емітентом цінних паперів щодо підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом.

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку в учасників ринку цінних паперів доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

а) у фондової біржі:

– зміна поточної ціни цінного папера (час розрахунку та числові значення);

– заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);

– перелік біржових контрактів з фінансовими інструментами;

– документи щодо включення до біржового списку та біржового реєстру цінних паперів.

б) у торговця цінними паперами:

– разові замовлення, що надаються клієнтом торговцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (звернути увагу на форму подання таких разових замовлень);

– заявки, що подаються учасниками торгів на фондову біржу (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);

– правочини (договори купівлі-продажу) торговця цінними паперами (у разі, якщо торговець цінними паперами діяв як брокер, доцільно дослідити, в якій формі подавалися заявки, відповідно до договору на брокерське обслуговування),

5) Неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів у власних інтересах чи за рахунок одного і того ж клієнта, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець і покупець одного й того ж фінансового

інструменту за однаковою ціною в однаковій кількості або які не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів), а також надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансовим інструментом, під час яких покупець і продавець діють в інтересах клієнта.

Дії особи чи групи осіб можуть мати ознаки маніпулювання цінами на фондовому ринку, відповідно до пункту 5 частини першої статті 10¹ Закону, за наявності хоча б однієї з таких умов:

– неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів у власних інтересах, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець і покупець одного й того ж фінансового інструменту за однаковою ціною в однаковій кількості;

– неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів за рахунок одного й того ж клієнта, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець і покупець одного й того ж фінансового інструменту за однаковою ціною в однаковій кількості;

– неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів у власних інтересах, які не мають очевидного економічного сенсу хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів);

– неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів за рахунок одного й того ж клієнта, які не мають очевидного економічного сенсу хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів);

– неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансових інструментів у власних інтересах, які не мають очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів);

– неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі чи продажу фінансо-

вих інструментів за рахунок одного й того ж клієнта, які не мають очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів);

– надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансовим інструментом, під час яких покупець і продавець діють в інтересах клієнта.

Суб'єктами правопорушення можуть бути учасники торгів та/або їх клієнти.

При встановленні осіб, які можуть бути причетними до маніпулювання, доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

- адміністративні дані організаторів торгівлі;
- заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);
- разові замовлення, що надаються клієнтом торговцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (з'ясувати форму подання разового замовлення).

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами доцільно проаналізувати:

- власників фінансового інструменту;
- зв'язки між торговцем цінними паперами, його клієнтом та/або емітентом цінних паперів (асоційованість, афілійованість, пов'язаність);
- знаходження фінансового інструменту в активах пайових і корпоративних інвестиційних фондів.

Доцільно перевірити:

- чи укладався договір між фондовою біржею та учасником біржових торгів щодо підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами;
- чи підтримувалася ціна на цінні папери відкритих або інтерв'яльних інститутів спільного інвестування у зв'язку з їх викупом у випадках, установлених законом;
- чи укладався договір між учасником біржових торгів та емітентом цінних паперів щодо підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом.

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку в учасників ринку цінних паперів доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

- а) у фондовій біржі:
 - заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміну параметрів заявок протягом торговельного дня);
 - перелік біржових контрактів з фінансовими інструментами;
 - документи щодо включення цінних паперів до біржового списку та біржового реєстру;
- б) у торговця цінними паперами:
 - разові замовлення, що надаються клієнтом торговцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (звернути увагу на форму подання таких разових замовлень);
 - заявки, що подаються учасниками торгів на фондову біржу (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);
 - правочини (договори купівлі-продажу) торговця цінними паперами (у разі, якщо торговець цінними паперами діяв як брокер, доцільно дослідити, в якій формі подавалися заявки, відповідно до договору на брокерське обслуговування).

б) Неодноразове протягом торговельного дня здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, що не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети, якщо за результатами таких торгів власник таких фінансових інструментів не змінюється.

Дії особи чи групи осіб можуть мати ознаки маніпулювання цінами на фондовому ринку, відповідно до пункту 6 частини першої статті 10¹ Закону, за сукупності таких умов:

- неодноразове (два рази і більше) протягом торговельного дня здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів;
- такі операції або заявки не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети;
- за результатами таких торгів власник фінансових інструментів не змінюється.

Суб'єктами правопорушення можуть бути учасники торгів та/або їх клієнти.

Для встановлення осіб, які можуть бути причетними до маніпулювання, доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

- адміністративні дані організаторів торгівлі;
- заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в параметрах заявок протягом торговельного дня);
- разові замовлення, що надаються клієнтом торговцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (з'ясувати форму подання разового замовлення).

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами доцільно проаналізувати:

- власників фінансового інструменту;
- зв'язки між торговцем цінними паперами, його клієнтом та/або емітентом цінних паперів (асоційованість, афілійованість, пов'язаність);
- знаходження фінансового інструменту в активах пайових та корпоративних інвестиційних фондів.

Доцільно перевірити:

- чи укладався договір між фондовою біржею та учасником біржових торгів щодо підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами;
- чи підтримувалася ціна на цінні папери відкритих або інтервальних інститутів спільного інвестування у зв'язку з їх викупом у випадках, установлених законом;
- чи укладався договір між учасником біржових торгів та емітентом цінних паперів щодо підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом.

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку в учасників ринку цінних паперів доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

- а) у фондової біржі:
 - заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);
 - перелік біржових контрактів з фінансовими інструментами;

- документи щодо включення цінних паперів до біржового списку та біржового реєстру.

б) у торговця цінними паперами:

- разові замовлення, що надаються клієнтом торговцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (звернути увагу на форму подання таких разових замовлень);
- заявки, що подаються учасниками торгів на фондову біржу (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);
- правочини (договори купівлі-продажу) торговця цінними паперами (у разі, якщо торговець цінними паперами діяв як брокер, доцільно дослідити, в якій формі подавалися заявки, відповідно до договору на брокерське обслуговування).

7) Неодноразове невиконання учасником біржових торгів зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними протягом торговельного дня у власних інтересах або за рахунок клієнтів, якщо укладення зазначених контрактів спричинило значне збільшення або зниження ціни фінансового інструменту, за умови, що такі контракти мали суттєвий вплив на ціну такого інструменту.

Дії особи чи групи осіб можуть мати ознаки маніпулювання цінами на фондовому ринку, відповідно до пункту 7 частини першої статті 10¹ Закону, за сукупності таких умов:

- неодноразове невиконання (два рази і більше) учасником біржових торгів зобов'язань за біржовими контрактами;
- такі контракти мають бути укладеними протягом торговельного дня у власних інтересах або за рахунок клієнтів;
- укладення зазначених контрактів спричинило значне збільшення або зниження ціни фінансового інструменту;
- такі контракти мали суттєвий вплив на ціну такого інструменту.

Суб'єктами правопорушення можуть бути учасники торгів та/або їх клієнти.

При встановленні осіб, які можуть бути причетними до маніпулювання, доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

- адміністративні дані організаторів торгівлі;

– заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в параметрах заявок протягом торговельного дня);

– разові замовлення, що надаються клієнтом торговцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (з'ясувати форму подання разового замовлення).

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами доцільно проаналізувати:

– власників фінансового інструменту;
– зв'язки між торговцем цінними паперами, його клієнтом та/або емітентом цінних паперів (асоційованість, афілійованість, пов'язаність);

– знаходження фінансового інструменту в активах пайових та корпоративних інвестиційних фондів;

– події (факти), які сталися та очікувані події (факти) в діяльності емітента цінних паперів, скоєння яких могло або може спричинити підвищення та/або зниження цін на випущені цінні папери або торгів активність з цими цінними паперами.

Доцільно перевірити:

– чи укладався договір між фондовою біржею та учасником біржових торгів щодо підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами;

– чи підтримувалася ціна на цінні папери відкритих або інтервальних інститутів спільного інвестування у зв'язку з їх викупом у випадках, установлених законом;

– чи укладався договір між учасником біржових торгів та емітентом цінних паперів щодо підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом.

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку в учасників ринку цінних паперів доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

а) у фондової біржі:

– зміна поточної ціни цінного папера (час розрахунку та числові значення);

– заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);

– перелік біржових контрактів з фінансовими інструментами;
– документи щодо включення цінних паперів до біржового списку та біржового реєстру;

б) у торговця цінними паперами:

– разові замовлення, що надаються клієнтом торговцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (звернути увагу на форму подання таких разових замовлень);

– заявки, що подаються учасниками торгів на фондову біржу (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);

– правочини (договори купівлі-продажу) торговця цінними паперами (у разі, якщо торговець цінними паперами діяв як брокер, доцільно дослідити, в якій формі подавалися заявки, відповідно до договору на брокерське обслуговування).

8) Укладення на фондовій біржі угод з фінансовим інструментом за ціною, що має суттєве відхилення від ціни відповідного фінансового інструменту, яка склалася на фондовій біржі тієї ж торговельної сесії (поточна ціна) шляхом подання безадресних заявок, за умови, що угоди укладені від імені та за рахунок осіб, між якими (працівниками яких) існувала попередня домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни.

Дії особи чи групи осіб можуть мати ознаки маніпулювання цінами на фондовому ринку, відповідно до пункту 8 частини першої статті 10¹ Закону, за сукупності таких умов:

– укладення на фондовій біржі угод з фінансовим інструментом за ціною, що має суттєве відхилення від цін відповідного фінансового інструменту, яка склалася на фондовій біржі тієї ж торговельної сесії (поточна ціна) шляхом подання безадресних заявок;

– угоди укладені від імені та/або за рахунок осіб, між якими (працівниками яких) існувала попередня домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни.

Про домовленість щодо придбання або продажу фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточ-

ної ціни, свідчить одночасне подання торговцями цінних паперів заявок на фондову біржу щодо купівлі або продажу фінансового інструменту.

Суб'єктами правопорушення можуть бути учасники торгів та/або їх клієнти.

При встановленні осіб, які можуть бути причетними до маніпулювання, доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

- адміністративні дані організаторів торгівлі;
- заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);
- разові замовлення, що надаються клієнтом торгівцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (з'ясувати форму подання разового замовлення).

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами доцільно проаналізувати:

- власників фінансового інструменту;
- зв'язки між торговцем цінними паперами, його клієнтом та/або емітентом цінних паперів (асоційованість, афілійованість, пов'язаність);
- знаходження фінансового інструменту в активах пайових і корпоративних інвестиційних фондів;
- події (факти), які сталися та очікувані події (факти) в діяльності емітента цінних паперів, скоєння яких могло або може спричинити підвищення та/або зниження цін на випущені цінні папери або торгіву активність з цими цінними паперами.

Доцільно перевірити:

- чи укладався договір між фондовою біржею та учасником біржових торгів щодо підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами;
- чи підтримувалася ціна на цінні папери відкритих або інтервальних інститутів спільного інвестування у зв'язку з їх викупом у випадках, установлених законом;
- чи укладався договір між учасником біржових торгів та емітентом цінних паперів щодо підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом.

При встановленні наявності ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку в учасників ринку цінних паперів доцільно проаналізувати таку інформацію (документи):

а) у фондовій біржі:

- зміна поточної ціни цінного папера (час розрахунку та числові значення);
- заявки, подані учасниками торгів на фондовій біржі (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);
- перелік біржових контрактів з фінансовими інструментами;
- документи щодо включення цінних паперів до біржового списку та біржового реєстру;

б) у торговця цінними паперами:

- разові замовлення, що надаються клієнтом торгівцю цінними паперами, які повинні містити інформацію, передбачену розділом VI Правил № 1449 (звернути увагу на форму подання таких разових замовлень);
- заявки, що подаються учасниками торгів на фондову біржу (звернути увагу на зміни в заявках протягом торговельного дня);
- правочини (договори купівлі-продажу) торговця цінними паперами (у разі, якщо торговець цінними паперами діяв як брокер, доцільно дослідити, в якій формі подавалися заявки, відповідно до договору на брокерське обслуговування).

3.2. У разі винесення уповноваженою особою Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку постанови про накладення санкцій за правопорушення на ринку цінних паперів Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку направляє матеріали справи стосовно ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку до правоохоронних органів.

Директор департаменту контрольно-правової роботи О. Мисюра

господарювання при першому порушенні, не може бути вищою за мінімальну санкцію, передбачену відповідним законом.

ДОДАТОК 2

Приклади практики правозастосування НКЦПФР та судової практики за пунктом 11 частини 1 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»

Наразі ще відсутні узагальнення щодо судової практики, пов'язаної з правопорушеннями щодо зловживання ринком. Крім того, значна кількість справ із цієї проблеми розглянута у кількох інстанціях, але ще не дійшла до стадії розгляду Верховним Судом. Водночас результати проміжних рішень судів є достатньо цікавими, з огляду на суперечливість і висвітлення позиції НКЦПФР та учасників фондового ринку.

Відповідно до пункту 11 частини 1 статті 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів», НКЦПФР має право застосовувати до юридичних осіб фінансові санкції за умисні дії, що мають ознаки маніпулювання на фондовому ринку, визначені цим Законом, у розмірі від десяти до п'ятдесяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до ста п'ятдесяти відсотків прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій.

Внаслідок великої різниці мінімального та максимального розміру санкцій принагідно слід зазначити, що згідно з частиною 2 статті 12 Закону України «Про основні засади державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності», у разі застосування санкцій за порушення вимог законодавства, зокрема, якщо законом передбачаються мінімальні та максимальні розміри санкцій, враховується **принцип пропорційності порушення і покарання** (див. також Вставку Д.1). Санкція, що застосовується до суб'єкта

Вставка Д.1. Кейс щодо операцій з держоблігаціями за участі державного банку. Порівняння відповідності розміру санкції із шкодою для банку та ринку у цілому

Постановою від 04.10.2016 р. № 544-ЦА-УП-Т НКЦПФР до АТ «Ощадбанк» було застосовано санкцію за правопорушення на ринку цінних паперів у розмірі 170 тис. грн за фактами укладення біржових договорів з держоблігаціями (UA4000178024, UA4000178891, UA4000171094) 15 травня, 29 вересня та 18 листопада 2014 р. (за ознакою маніпулювання, визначеною пунктом 6 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання цінних паперів в Україні»). Як обґрунтування відсутності в АТ «Ощадбанк» очевидного економічного сенсу для таких операцій наводилися розрахунки, що свідчили про негативний проміжний торговельний результат АТ «Ощадбанк» за наслідком зазначених торговельних сесій.

Такий результат визначався без врахування балансової вартості державних облігацій у бухгалтерському обліку АТ «Ощадбанк», а лише шляхом арифметичного розрахунку сум придбань і продажів протягом штучно виокремлених торговельних днів. Цей негативний результат складав: 1531620–1531635=–15 грн (15.05.2014 р.), 205872–205874=–2 грн (29.09.2014 р.), 210230–210232=–2 грн (18.11.2014 р.), всього –19 грн.

Під час адміністративного судочинства¹ було констатовано, що відповідно до фактичних даних бухгалтерського

¹ Постанова Окружного адміністративного суду міста Києва від 22.09.2017 р. № 826/1656/17. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/69312872>. Цією Постановою адміністративний позов АТ «Ощадбанк» вирішено задовольнити повністю; визнати протиправною та скасувати Постанову НКЦПФР № 544-ЦА-УП-Т про накладання санкцій за правопорушення на ринку цінних паперів від 04.10.2016 р. у вигляді штрафу у розмірі 170 тис. грн; стягнути з НКЦПФР на користь АТ «Ощадбанк» судові витрати в сумі 2550,00 грн. Оскарження цього рішення з боку НКЦПФР триває.

обліку в ході торгів 29.09.2014 р. за операціями з продажу АТ «Ощадбанк» було отримано торговельний дохід 17,28 грн, за операціями з купівлі (завершені 01.10.2014 р.) 2787,35 грн. Крім того, за час володіння було отримано значно більше доходу внаслідок списання накопиченого купонного доходу. Аналогічно було доведено суттєвий позитивний торговельний результат за операціями в інші дати. Сукупний дохід банку за час володіння (з моменту придбання до продажу) пакетами з 3 випусків держоблігацій, частину яких було штучно виокремлено для порушення справ про маніпулювання, склав 134,56 млн грн!

Варто звернути увагу не тільки на те, що фактичний торговельний результат значно відрізняється від примітивних розрахунків регулятора, але й на те, що санкція в розмірі 170 000 грн накладається на підставі квазі-збитку в розмірі 19 грн!

Крім того, під час аналізованих операцій ціни коливалися в межах 0,21–0,31 грн за 1 шт. держоблігацій номіналом 1000 грн, тобто лише на 0,02–0,03%.

Яку шкоду ринку могло заподіяти таке коливання?

У цілому складно пояснити порушення справи про маніпулювання стосовно банку, що є первинним дилером, тобто діє на підставі договору з емітентом (Міністерством фінансів України) щодо підтримання цін на емісійні цінні папери внаслідок їх публічного розміщення або обігу, а дії з такою метою згідно зі статтею 10¹ Закону України «Про державне регулювання цінних паперів в Україні» не є маніпулюванням.

Крім того, відповідно до частини 3 статті 11 Закону України «Про державне регулювання цінних паперів в Україні», рішення НКЦПФР про накладення штрафу може бути оскаржено в суді.

Натомість українська система адміністративного судочинства вибудована таким чином, що за найменшої можливості суди

схильні ставати саме на бік держави². За таких умов при описаній у цій монографії правовій невизначеності ознак маніпулювання державний орган в особі НКЦПФР має очевидні переваги. Тому у випадку оскарження санкцій за маніпулювання в суді необхідно створювати переконливу доказову базу на користь позивача – скаржника.

Твердження, наведене в інтерв'ю Голови НКЦПФР Т.З. Хромаєва³, що «фактично комісія не програла жодної справи» щодо маніпулювання, не відповідає дійсності.

Слід визнати, що Вищий адміністративний суд України (після реформи – Касаційний адміністративний суд) ще не створив системної та всебічно обґрунтованої судової практики. Сьогодні внаслідок судової реформи ця практика не має суттєвого значення. Відповідно до частини 1 статті 346 Кодексу адміністративного судочинства України, суд, який розглядає справу в касаційному порядку у складі колегії суддів, передає справу на розгляд палати, до якої входить така колегія, якщо ця колегія вважає за необхідне відступити від висновку щодо застосування норми права у подібних правовідносинах, викладеного в раніше ухваленому рішенні **Верховного Суду** у складі колегії суддів з цієї самої палати або у складі такої палати. Йдеться виключно про практики новоствореного Верховного Суду, а отже, практика спеціалізованих касаційних судів дореформеного періоду вже не має значення.

У пореформений період Верховний Суд встиг прийняти тільки одне рішення з приводу маніпулювання. При цьому Верховний Суд заявив, що обсяги торгів і ціна на акції товариства абсолютно не відповідають об'єктивним показникам діяльності компанії та може бути пов'язана з ознаками маніпулювання цінами на фондовому ринку⁴. Суд не пов'язав рішення з ознаками

² Абакумов В. Часто виникають ситуації, коли суди під час судового розгляду встають на бік державних органів. *Юридична газета*. 2010. № 23 (244). С. 6.

³ Тимур Хромаєв: «Багато хто кричить «зрада» і «ганьба» у Фейсбуці, але доводити власну правоту не вміють». URL: <https://www.nssmc.gov.ua/2018/12/26/timur-hromav-bagato-hto-kritchity-zrada-ganyba-u-feysbutis-ale-dovoditi-vlasnu-pravotu-ne-vmyuty>.

⁴ Постанова Верховного Суду від 24.07.2018 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/75510942>.

маніпулювання, передбаченими статтею 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та побудували рішення фактично на припущенні. Отже, це припущення використане на користь НКЦПФР. При цьому предметом оскарження була не штрафна санкція за маніпулювання, а зупинення торгівлі на біржі акціями певного емітента, яке НКЦПФР пов'язала з маніпулюванням, не встановлюючи достовірно його ознаки.

Водночас на цьому етапі є сенс знати та врахувати практику Київського апеляційного адміністративного суду (після реформи – Шостого апеляційного адміністративного суду), оскільки більшість спорів з НКЦПФР замикається на адміністративних судах міста Києва. У цьому сенсі апеляційний суд доволі системно висловився з трьох обставин:

- 1) здійснення біржових операцій на підставі договорів з емітентом чи біржею на підтримання цін (договір маркет-мейкерства), **яке виключає встановлення маніпулювання** (частина 2 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»);
- 2) врахування принципу стабільності цін;
- 3) питання «економічного сенсу».

1. Щодо договорів з емітентом чи біржею на підтримання цін.

У Київському апеляційному адміністративному суді останнім часом склалася усталена сприятлива для торговців цінними паперами судова практика, відповідно до якої нормою частини 2 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» *«передбачено виняток щодо дій, які не визнаються маніпулюванням, при цьому, такий виняток має визначатися згідно з метою вчинюваних дій, а обов'язковою умовою, для застосування такого винятку, є наявність договору з емітентом»*.

Так, у Постанові Київського апеляційного адміністративного суду від 16.08.2018 р. у справі № 826/7415/16 зазначено⁵:

⁵ Постанова Київського апеляційного адміністративного суду від 16.08.2018 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/76008461>.

«Відповідно до частини 2 статті 10¹ Закону не є маніпулюванням цінами на фондовому ринку дії, що мають на меті: 1) підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з емітентом таких цінних паперів; 2) підтримання цін на цінні папери відкритих або інтервальних інститутів спільного інвестування у зв'язку з їх викупом у випадках, установлених законом; 3) підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з фондовою біржею».

Отже, зазначеною нормою передбачено виняток щодо дій, які не визнаються маніпулюванням, при цьому такий виняток має визначатися згідно з метою вчинюваних дій, а обов'язковою умовою для застосування такого винятку є наявність договору з емітентом.

Не є маніпулюванням цінами на фондовому ринку дії, що мають на меті підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з емітентом таких цінних паперів.»

У Постанові Київського апеляційного адміністративного суду від 19.04.2018 р. у справі № 826/15871/16 зазначено⁶:

«Між тим, не є маніпулюванням цінами на фондовому ринку дії, що мають на меті підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансовими інструментами, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з фондовою біржею (пункт 3 частини 2 статті 10¹ Закону № 448/96-ВР, пункт 5 Порядку № 716)».

Тобто, зазначеною нормою Закону передбачено виняток щодо дій, які не визнаються маніпулюванням, при цьому такий виняток має визначатися згідно з метою вчинюваних дій, а обов'язковою умовою для застосування такого винятку є наявність договору з емітентом.

⁶ Постанова Київського апеляційного адміністративного суду від 19.04.2018 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/73482512>.

Прямою нормою Закону № 448/96-ВР передбачено, що **дії, які підпадають під ознаки маніпулювання, не визнаються маніпулюванням за умови наявності договору про підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів.**

Ні даною нормою Закону, ні будь-якими іншими нормами чинного законодавства України не визначено мети підтримання цін на папери – недопущення зменшення чи зростання ціни. Не передбачено дій, які можуть вчинятися з метою підтримання цін на папери, попиту, пропозиції або обсягів торгів та критеріїв, за якими можна було б відрізнити маніпулювання на ринку та дії з підтримання ціни.

При цьому вчинення операції купівлі та продажу з метою підтримання цін, попиту, пропозиції або обсягів торгів повністю відповідає ознакам операції, наведених у частині 1, тобто маніпулюванню ціною.

Таким чином, підтримання ціни на ринку є маніпулюванням, вчиненим з певною метою та на підставі договору.

Колегія суддів вважає, що така редакція норми статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», **не дозволяє стверджувати про наявність ознак маніпулювання, за умови наявності договору про підтримання цін**, оскільки визначення мети юридичної особи може бути тільки формалізованим – виконання статутних завдань та отримання прибутку.

Як встановлено судом першої інстанції, позивачем було надано договір про виконання функцій маркет-мейкера № 10/05/11-04М від 10.11.2011 р. та додаток № 8 до нього, за змістом якого позивач зобов'язався підтримувати ліквідність цінних паперів.»

В Ухвалі Київського апеляційного адміністративного суду від 27.01.2016 р. у справі № 826/16558/15 ця правова позиція підтверджена, і визначено⁷, що «згідно зі статтею 101 Закону № 448/96-ВР не є маніпулюванням цінами на фондовому ринку дії, що мають на меті підтримання цін на емісійні цінні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням або обігом, за умови, що такі дії вчиня-

⁷ Ухвала Київського апеляційного адміністративного суду від 27.01.2016 р. URL: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/55252274>.

ються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з емітентом таких цінних паперів. Як вбачається з матеріалів справи, **контрагенти (торгівці) здійснюють свою діяльність за договорами підтримання цін на емісійні папери у зв'язку з їх публічним розміщенням та обігом, а відтак не є маніпулюванням цінами на фондовому ринку.»**

Варто також зазначити, що суди сприймають позицію НКЦПФР та визнають правильними саме ті ціни, які сформовані маркет-мейкерами, що визначено, зокрема, в Ухвалі Київського апеляційного адміністративного суду від 02.06.2015 р. у справі № 826/1842/15⁸. При цьому ані з точки зору регуляторного законодавства, ані з точки зору стану розвитку ринку (див. главу 1) маркет-мейкери нічим, крім договорів з фондовою біржею або емітентом цінних паперів, не пов'язані в контексті встановлення ціни.

2. Щодо дотримання принципу стабільності цін.

Відповідно до Концепції запобігання маніпулюванню ринком цінних паперів, нечесній торгівій практиці і порушенню етики професійної діяльності на фондовому ринку, затвердженої Рішенням ДКЦПФР від 14.01.2003 р. № 21, «маніпулювання ринком цінних паперів – це дії, що включають «купівлю та продаж цінного папера з метою створення оманливої уяви **активної торгівлі** або надання недостовірної інформації про цінні папери, емітента, ціни на цінні папери **з метою підняти або понизити ціну**, щоб побудити інших учасників ринку до купівлі або продажу цінного папера, яке веде до **цілеспрямованої зміни курсової ціни цінного папера.»**

Згідно з частиною 1 статті 12 Закону України «Про державне регулювання цінних паперів в Україні», уповноважена особа Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, яка виявила факт вчинення юридичною особою правопорушення на ринку цінних паперів, складає акт. Складання акту про правопорушення є обов'язком уповноважених осіб НКЦПФР, а відсутність такого акту може свідчити про правильність ціни.

⁸ Ухвала Київського апеляційного адміністративного суду від 02.06.2015 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/44639582>.

Проте **часто буває так, що одні угоди на біржі НКЦПФР не розглядає як маніпулювання, а інші, за такою самою ціною і з тим самим емітентом, вважає маніпулюванням** (див. Вставку Д.2).

Вставка Д.2. Приклади суперечливості у правозастосуванні за операції з однаковими цінними паперами на різних фондових біржах

За Постановою № 410–ЦА-УП-ЮО від 14.09.2017 р. щодо торгів акціями ПАТ «ФК «Авангард» на ПАТ «Українська біржа» з 03.02.2015 р. по 31.03.2015 р. за цінами угод 4,3–4,35 грн (біржовий курс 4,3472 грн) – *справу закрито* (хоча констатовано, що за участю інших учасників біржових торгів у торговельні дні 03.02.2015 р. та 31.03.2015 р. правочини з цінними паперами ПАТ «ФК «Авангард» не укладались, тобто угоди уклалися винятково особою, щодо якої було порушено справу про правопорушення).

За Постановою № 403–ЦА-УП-ЮО від 14.09.2017 р. щодо торгів акціями того ж ПАТ «ФК «Авангард» на ПАТ «Східно-Європейська фондова біржа» з 01.06.2015 р. по 31.07.2015 р. (лише через 2 місяці після торгів на ПАТ «Українська біржа») за цінами угод 4,32–4,34 грн (практично аналогічними, біржові курси – 4,34 грн) – *застосовано санкцію у вигляді анулювання ліцензій на провадження професійної діяльності на фондовому ринку* (хоча угоди уклалися між двома торговцями цінними паперами).

За Постановами № 404–ЦА-УП-ЮО та № 407–ЦА-УП-ЮО від 14.09.2017 р. щодо торгів акціями того ж ПАТ «ФК «Авангард» на ПАТ «Східно-Європейська фондова біржа» з 01.07.2014 р. по 19.05.2015 р./31.07.2015 р. (включає період торгів на ПАТ «Українська біржа») за цінами угод 4,32–4,34 грн (практично аналогічними, біржові курси – 4,34 грн) – *застосовано санкції у вигляді штрафу у розмірі 200 тис. грн* (хоча угоди уклалися між трьома торговцями цінними паперами).

Може скластися враження, що до учасників торгів на різних фондових біржах застосовуються принципово різні підходи до правозастосування, незважаючи на аналогічність чи повну ідентичність інструменту, емітента, ціни, періоду торгів, ознаки маніпулювання.

Логіка викладення та обґрунтування причин закриття справи щодо торгів на ПАТ «Українська біржа» у Постанові № 410–ЦА-УП-ЮО від 14.09.2017 р., щонайменше, нелінійна, тому її варто процитувати: «03.02.2015 р. та 31.03.2015 р. в діях ... з акціями ПАТ «ФК «Авангард» на ПАТ «Українська біржа» *вбачається ознака маніпулювання цінами* на фондовому ринку, визначена пунктом 1 частини першої статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Під час розгляду справи про правопорушення на ринку цінних паперів уповноваженими особами Комісії *було досліджено матеріали та обставини справи і встановлено, що в діях... відсутній склад правопорушення*. З огляду на викладене, на підставі пункту 2 розділу III, пункту 3 розділу VII Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій, затверджених рішенням Комісії від 16.10.2012 р. № 1470, постановили: справу про правопорушення на ринку цінних паперів у відношенні ... закрити».

Які ж саме обставини в умовах аналогічного ціноутворення на різних біржах призводять в одних випадках до закриття справи, а в інших до позбавлення ліцензії чи штрафу, зазвичай залишається відомим лише регулятору. Якщо, звісно, учасники ринку не починають оскаржувати санкції в суді.

У судах щодо ціноутворення зазначається таке.

У Постанові Київського апеляційного адміністративного суду від 16.08.2018 р. у справі № 826/7415/16 зазначено: «необхідною ознакою маніпулювання на ринку цінних паперів є вчинення дій, **які призводять до встановлення інших цін**, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок.»

В Ухвалі Київського апеляційного адміністративного суду від 07.07.2016 р. у справі № 826/43/16 визначено⁹, що «зміст оскарженої постанови свідчить, що цінні папери третьої особи станом на 31.07.2014 р. перебували в активах 29 ІСІ з визначеною ціною за один цінний папір в діапазоні від 3,75 грн до 6 грн. Зазначення в додатку до договору № 1 від 25.07.2014 р. мінімальної та максимальної ціни одного цінного папера на рівні 5 грн **не свідчить про її встановлення, оскільки ціни, які склалися за результатами торгів іншими особами на інших фондових біржах, відповідають рівню цін в операціях за участю позивача, а в окремих випадках є більшими. Таким чином, у даному випадку відсутній факт встановлення ціни, у той час, коли наявне її підтримання, що в свою чергу не є маніпулюванням на ринку цінних паперів у відповідності до пункту 1 частини 2 статті 10¹ Закону.**»

Крім того, як вже наголошувалося, в Україні на фондовій біржі ціну корпоративних цінних паперів взагалі можна встановити лише штучно (див. главу 1).

3. Щодо економічного сенсу операцій.

У Постанові Київського апеляційного адміністративного суду від 18.01.2018 р. у справі № 826/1656/17 йдеться про питання економічного сенсу. Суд дійшов висновку, що економічний сенс встановлюється не за наслідками конкретного торговельного дня на біржі, а по усій сукупності операцій, що виконані торговцем цінними паперами. Так, колегія суддів визнала правильним висновок суду першої інстанції про те, що наявність прибутку у позивача, який значно переважив негативні денні результати від операцій купівлі-продажу облігацій внутрішньої державної позики (ISIN UA4000178024, облігацій внутрішньої державної позики (ISIN UA4000178891), облігацій внутрішньої державної позики (ISIN UA4000171094), **які мали місце 15.05.2014 р., 29.09.2014 р. та 18.11.2014 р., підтверджує наявність очевидного економічного сенсу від таких операцій, а відтак дії АТ «Ощадбанк» не відпо-**

⁹ Ухвала Київського апеляційного адміністративного суду від 07.07.2016 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/58812392>.

відають ознакам, визначеним в пункті 6 частини 1 статті 10¹ зазначеного Закону¹⁰.

Водночас у більш давній Ухвалі Київського апеляційного адміністративного суду від 02.02.2016 р. у справі № 826/24385/15 щодо права маркет-мейкера вільно встановлювати ціни зазначено, що «указані дії в будь-якому разі повинні вчинятися з урахуванням ринкових умов та не повинні мати ознак штучного ціноутворення»¹¹. При прийнятті цього рішення суд скористався аргументами НКЦПФР, які наведені в постанові про правопорушення. Дане твердження не відповідає ані нормі частини 2 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання цінних паперів в Україні», де такої вимоги немає, ані наведеним теоретичним міркуванням, де стверджується, що маркет-мейкер встановлює ціни на власний розсуд. Питання полягає тільки в тому, що за наявності відповідних вимог він зобов'язаний і викуповувати цінні папери по цій ціні (підтримує ліквідність). При цьому цікаво, що переглядаючи цю ухвалу (разом з постановою суду першої інстанції в касаційному порядку), Вищий адміністративний суд України (після реформи – Касаційний адміністративний суд) це твердження уникнув повторити, обмежившись лише посиланням на те, що «маркет-мейкери та позивач є пов'язаними особами»¹².

Належною судовою практикою наведена вимога до маркет-мейкера встановлювати ціну «з урахуванням ринкових умов» не підтверджена. Водночас зауваження про пов'язаність на майбутнє слід взяти до уваги, хоча і цього обмеження частина 2 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» не містить.

Наявність не скасованих протилежних судових рішень свідчить про те, що це питання може допускати неоднозначне трактування прав та обов'язків суб'єкта господарювання. За таких

¹⁰ Постанова Київського апеляційного адміністративного суду від 18.01.2018 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/71717540>.

¹¹ Ухвала Київського апеляційного адміністративного суду від 02.02.2016 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/55519954>.

¹² Ухвала Вищого адміністративного суду України від 10.11.2016 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/62797931>.

умов необхідно зважати на один з принципів державного нагляду (контролю), встановлений статтею 3 Закону України «Про основні засади державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності»: принцип презумпції правомірності діяльності **саме суб'єкта господарювання** у разі, якщо норма закону чи іншого нормативно-правового акта, виданого на підставі закону або якщо норми різних законів чи різних нормативно-правових актів допускають неоднозначне (множинне) трактування прав та обов'язків суб'єкта господарювання та/або повноважень органу державного нагляду (контролю).

Завершуючи цей огляд, також зауважимо, що НКЦПФР не рідко використовує інструмент маніпулювання не для наведення порядку на фондовому ринку, а для виконання певних замовлень.

Так, у Постанові від 13.01.2016 р. у справі № 908/5832/14¹³ Вищий господарський суд України (після реформи – Касаційний господарський суд) підтвердив відмову міноритарному акціонеру у задоволенні позову щодо вимоги викупити у нього акції ПАТ «Норд» за прийнятною ціною. Відмова ґрунтувалася на листі НКЦПФР, у якому хоча НКЦПФР і зазначила, що за результатами аналізу відповідних контрактів та їх співвідношення з ознаками маніпулювання цінами на фондовому ринку, визначеними частиною 1 статті 10¹ Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», встановлено, що дані контракти не підпадають під вичерпний перелік ознак маніпулювання цінами на фондовому ринку, однак висловила міркування, що **маніпулювання могло бути**. Стверджувати про маніпулювання НКЦПФР сором'язливо відмовилася, однак, знаючи налаштування господарських судів України на користь мажоритарного власника, просто запустила «підозру» на його користь. Цього стало достатньо, щоб рішення було прийнято проти міноритарного акціонера.

Інший приклад. Наприкінці грудня 2015 р. НКЦПФР поширила повідомлення: «23.12.2015 р. уповноваженими особами НКЦПФР колегіально в рамках системної протидії маніпулюванню цінами на фондовому ринку, розглянуто 6 справ, де є підозри щодо вчи-

¹³ Постанова Вищого господарського суду України від 13.01.2016 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/54981650>.

нення цього правопорушення на ПАТ «Фондова біржа «Перспектива». Регулятором встановлений факт маніпулювання цінами з боку трьох професійних учасників ринку – торговців цінними паперами ПрАТ «Менеджмент Технолоджіз», ТОВ «Фондовий актив», ТОВ «Центральний брокер». Комісією було встановлено, що протягом першого півріччя 2015 р. зазначені торговці цінними паперами системно вчиняли угоди з акціями ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» та ПАТ «Комунікаційний фондовий центр», понижуючи їх біржовий курс. Такі дії торговців призвели до значної уцінки активів Корпоративного недержавного пенсійного фонду НБУ... Водночас протягом згаданого періоду об'єктивні підстави для значної зміни ціни на акції цих емітентів були відсутні».

У цілому у цей період НКЦПФР боролася із **завищенням** ціни акцій і, відповідно, активів, об'являючи балансові показники мильними бульбашками, а високі ціни – маніпулятивними. Проте активи Корпоративного недержавного пенсійного фонду НБУ Комісія кинулася рятувати, оголосивши маніпулятивним вже **зниження** ціни¹⁴. І це у період, коли падали біржові індекси (рис. Д. 1).

Не дивно, що за скаргою одного з торговців цінними паперами щодо визнання протиправними та скасування відповідних постанов НКЦПФР про правопорушення судом прийняті рішення не на користь регулятора¹⁵.

Практика правозастосування¹⁶ свідчить, що не тільки зміна ціни, але й навпаки практична відсутність зміни ціни може кваліфікуватись як ознака маніпулювання (див. Вставку Д. 3).

¹⁴ Белкін Л. «Маніпулювання» на замовлення. *Stockworld*. 03.09.2018. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/column/manipuliuвання-na-zamovliennia>.

¹⁵ Рішення Окружного адміністративного суду міста Києва від 30.01.2018 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/73449084>; Постанова Київського апеляційного адміністративного суду від 16.08.2018 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/76008461>; Рішення Окружного адміністративного суду міста Києва від 29.01.2018 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/71934908>; Постанова Київського апеляційного адміністративного суду від 19.04.2018 р. URL: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/73482512>.

¹⁶ Правозастосування. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/enforcement/#win2>; Постанови про правопорушення. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. URL: <https://smida.gov.ua/db/offence>.

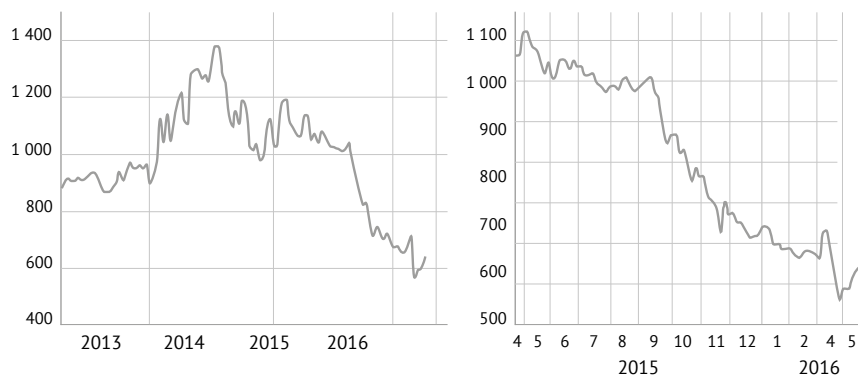


Рис. Д.1. Динаміка індексу Української біржі

Джерело: Офіційний сайт АТ «Українська біржа»: значення індексу. URL: <http://www.ux.ua/ua/index/ux>.

Вставка Д.3. Приклад суперечливості сприйняття ціноутворення регулятором

У Постановах № 89–ЦА-УП-Т та № 90–ЦА-УП-Т від 15.03.2018 р., які пов'язані з ознакою пункту 1 статті 10¹ Закону, констатується, що на ПАТ «Українська біржа» «менше ніж за місяць ціна на акції зросла з 13,80 грн до 41 грн, що у відсотковому еквіваленті становить 297,10%».

І навпаки, у Постановах № 476–ЦА-УП-Т та № 477–ЦА-УП-Т від 10.10.2017 р., які пов'язані з ознакою пункту 1 статті 10¹ Закону, констатується, що на ПрАТ «Фондова біржа «ІН-НЕКС» 31.07.2014 р., 31.10.2014 р., 28.11.2014 р. та 30.12.2014 р. формувався біржовий курс акцій емітента у розмірі 5,99 грн, тобто ринкова ціна (біржовий курс) не змінювалася.

При цьому результати правозастосування також досить суперечливі:

за Постановами № 89–ЦА-УП-Т та № 90–ЦА-УП-Т від 15.03.2018 р. справи про правопорушення на ринку цінних паперів були закриті (незважаючи на: по-перше, зростання

ціни на 297,1% за місяць; по-друге, факти відсутності подання заявок від інших учасників торгів, ніж особи, стосовно яких було порушено справу про правопорушення, або частки заявок таких осіб до понад 90% від загального обсягу поданих заявок; по-третє, встановлення асоційованості, афілійованості та пов'язаності одного з учасників торгів з КУА, в управлінні якої знаходиться ІСІ, в активах якого наявні акції, маніпулювання щодо яких досліджувалося; по-четверте, твердження, що метою вчинених дій учасників біржових торгів є штучне завищення вартості чистих активів ІСІ);

натомість за Постановами № 476–ЦА-УП-Т та № 477–ЦА-УП-Т від 10.10.2017 р. до учасників торгів було застосовано санкцію у вигляді штрафу у розмірі 170 тис. грн (хоча і до, і після періоду, досліджуваного Комісією, ціни на біржі щодо аналізованих акцій були аналогічними та коливались у досить вузькому діапазоні принаймні у значно більш вузькому, ніж 297,1% зміни за місяць).

Отже, недоліки правового регулювання у сфері маніпулювання, на які зверталась увага при прийнятті відповідного законодавства, створюють можливості для свавільного застосування посадовими особами НКЦПФР інструментарію маніпулювання та ускладнюють для постраждалих учасників ринку захист своїх прав.

ДОДАТОК 3

Найбільш масштабна афера
на фондовому ринку

Актуальності якісному законодавчому врегулюванню зловживання на ринку додає наймасштабніша афера, яка відбувалася на українському фондовому ринку протягом 2017–2019 рр. та була пов'язана з масовим використанням так званої «технології групового звіту».

За опублікованими НБУ даними¹⁷, йдеться **про 30% (!) усіх укладених на фондових біржах правочинів щодо ОВДП з 10.01.2017 р. по 04.12.2018 р.** Встановлено також, що отримано прибуток 74 фізичними особами (зокрема 12 публічними особами) на суму **близько 800 млн грн** та 4 юридичними особами (зокрема 2 нерезидентами) на суму близько 95 млн грн, а 18 юридичними особами (зокрема 6 нерезидентами) отримано збиток на загальну суму **близько 919 млн грн.**

Проте все по черзі.

З 2015 р. (з моменту приходу нової команди НКЦПФР) відбувалося неухильне зниження об'ємів торгів ОВДП на фондових біржах України (рис. Д. 2). За 3 роки (навіть у гривневому еквіваленті, незважаючи на суттєву девальвацію та відповідне зростання вартості валютних ОВДП) об'єм біржових торгів держпаперами скоротився втричі (з 546 млрд грн у 2014 р. до 190 млрд грн у 2017 р.), а обіговість ОВДП на біржах – вшестеро (з 166% до 27% середньорічного обороту в обігу).

¹⁷ Прес-реліз НБУ від 26.04.2019 р. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=93258894&cat_id=1103935#_ftnref1.

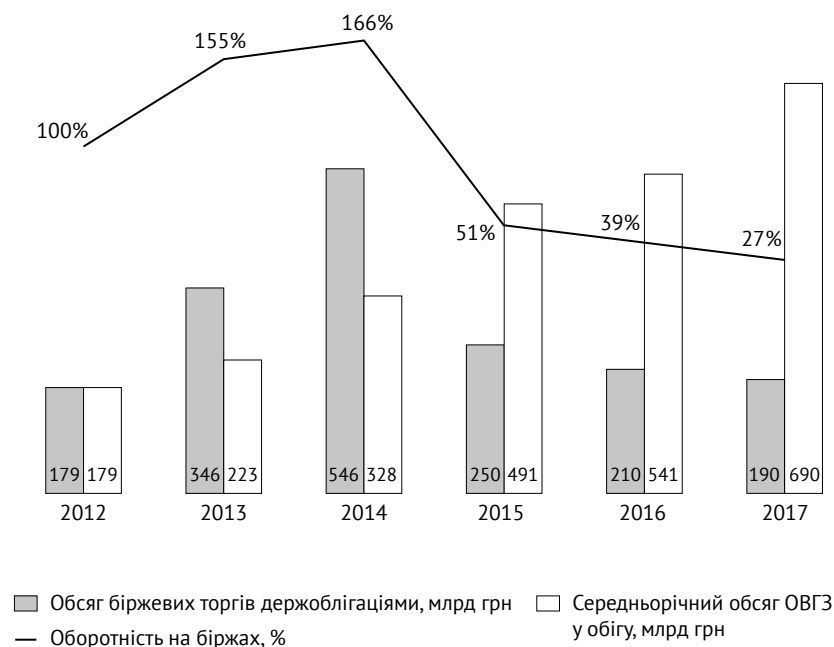
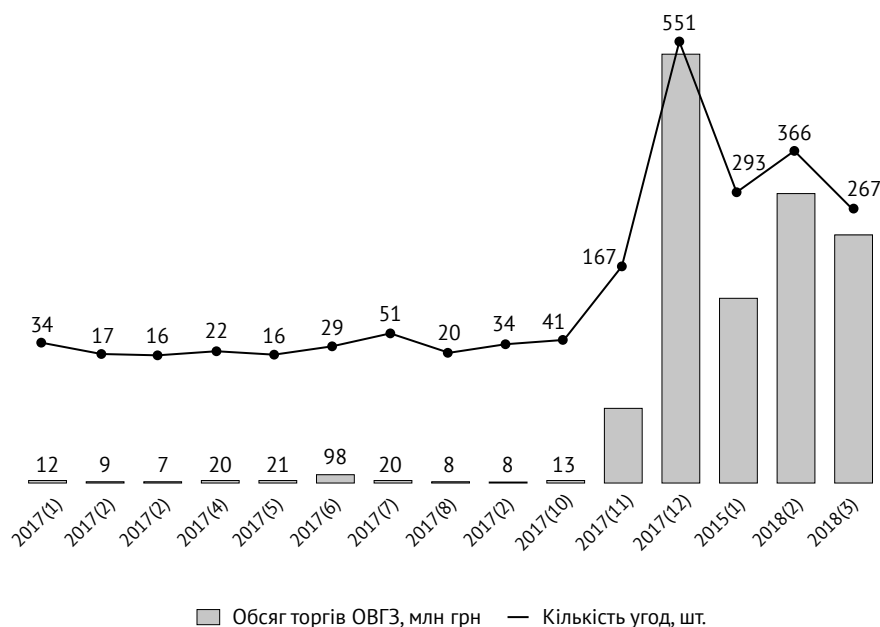


Рис. Д.2. Ліквідність обігу ОВДП на біржовому ринку України за 2012–2017 рр.

Джерела: Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу. URL: https://bank.gov.ua/files/T-bills_debt.xls.

Проте не на всіх біржах справи були кепськими. На деяких біржах об'єми торгів почали зростати небаченими темпами. Так, наприкінці 2017 р. різко зростає обсяг правочинів з ОВДП на АТ «Українська біржа» на порядки порівняно з попередніми періодами (рис. Д. 3). Якщо в січні – жовтні 2017 р. середньомісячний обсяг торгів становив 72 млн грн, то в листопаді 2017 р. – березні 2018 р. – вже 3634 млн грн, тобто в 167 разів більше! За окремими серіями (випусками) держоблігацій обсяги торгів зросли в тисячі разів.



**Рис. Д.3. Параметри торгів ОВДП на АТ «Українська біржа»
за 01.01.2017 р. – 31.03.2018 р.**

Джерело: Офіційний сайт АТ «Українська біржа»: підсумки торгів. URL: <http://www.ux.ua/ua/marketdata/marketresults.aspx>.

Здавалося б, можна привітати УБ з успіхом багаторічних, до цих пір безплідних, намагань стимулювати на своїй біржі розвиток ринку держоблігацій.

Проте ринок дивувався: не те, щоб таке вибухове зростання здавалося зовсім неможливим, але було незрозуміло, хто власне торгує у такому обсязі?

Якщо середня сума правочину з ОВДП на УБ зросла з січня 2017 р. по березень 2018 р. в 40 разів – з 0,34 до 13,77 млн грн (рис. Д.4), то невже Інтернет-трейдери (начебто, пересічні фізичні особи) почали укладати угоди з ОВДП на такі обсяги (одразу на мільйони)?

Вже в березні 2018 р. інформаційний портал Stockworld повідомив про свою спробу поцікавитися в УБ про лідерів торгів ОВДП в умовах такого сплеску торговельної активності, але питання залишилося без відповіді, принаймні публічної¹⁸.

Продовження тема не отримала. Забулося? Можливо. Тим більше, що вже в травні 2018 р. щодо УБ з'явилися не менш цікаві новини, адже РНБО були накладені персональні санкції на Московську біржу, в тому числі суб'єктам господарювання в Україні було заборонено користуватись її програмними продуктами. Вже в червні 2018 р. УБ була змушена припинити експлуатацію ПЗ російської розробки та до створення альтернативної торговельної платформи практично припинила повноцінні торги¹⁹.

Аномальна торговельна активність на АТ «Фондова біржа ПФТС» була менш помітною, адже тут ОВДП торгували давно і більш традиційно, але неважко помітити, що у січні – травні 2018 р. середньомісячний обсяг торгів на ПФТС становив 6,9 млрд грн, а в червні – грудні (після припинення торгів на УБ) – вже 10,6 млрд грн (на 53% більше). Всього за 2018 р. обсяг торгів ОВДП на ПФТС зріс одразу на 50 млрд грн (з 58 млрд грн у 2017 р. до 108 млрд грн у 2017 р.), тобто на 86%! Якщо на ФБ «Перспектива» обсяги торгів були достатньо стабільними (табл. Д. 1), то завдяки «рекордам» ПФТС та УБ сукупний обсяг торгів на фондових біржах України у 2018 р. сягнув 246 млрд грн, тобто на 57 млрд грн (або на 30%) більше за показники 2017 р. Можливо, це ті самі 30%, які має на увазі НБУ?

Після публікації 11.10.2018 р. на сайті СБУ інформаційного повідомлення²⁰ про проведення обшуків на фондових біржах (УБ та ПФТС) та у кількох торговців цінними паперами, в тому числі

¹⁸ На УБ всплеск активности по ОВДП. *StockWorld*. 13.03.2018. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/na-ub-vspliesk-aktivnosti-po-ovgz>.

¹⁹ «Українська біржа» анонсувала зупинку торгів цінними паперами. УНІАН, 15.06.2018. URL: <https://www.unian.ua/economics/stockmarket/10154336-ukrajinska-birzha-anonsuvala-zupinku-torgiv-cinnimi-paperami.html>.

²⁰ СБУ розслідує факти маніпулювання на ринку цінних паперів та легалізації доходів через фондові біржі. URL: <https://ssu.gov.ua/ua/news/1/category/2/view/5312#.Ew9FFqRK.dpbs>.

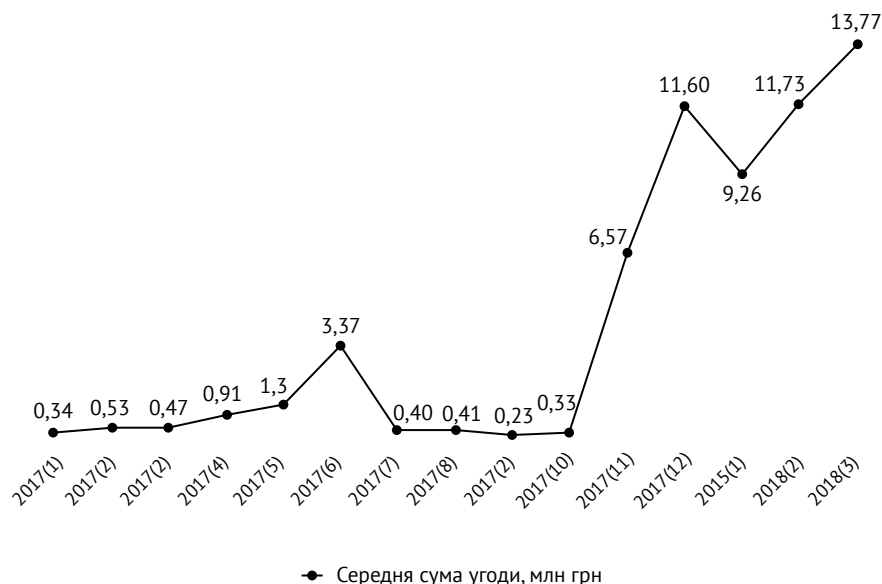


Рис. Д.4. Середня сума угод з ОВДП на АТ «Українська біржа» за 01.01.2017 р. – 31.03.2018 р.

Джерело: Розраховано за даними офіційного сайту АТ «Українська біржа». URL: <http://www.ux.ua/ua/marketdata/marketresults.aspx>.

банків, питання аномальних обсягів торгів та осіб, які їх забезпечили, нагадало про себе вже в дещо іншому аспекті.

Остаточну ясність внесено НБУ:

1) вже в січні 2019 р. стає відомо²¹, що НБУ повідомив ПАТ «Розрахунковий центр» про виявлення фінансових операцій, пов'язаних з купівлею-продажем ОВДП, механізм здійснення яких може свідчити про їхнє використання у незаконних схемних операціях;

²¹ Операції з ОВДП потрапили під підозру. *FinPost*. 29.01.2019. URL: <https://finpost.com.ua/news/11708>.

2) у березні НБУ публікує лист-роз'яснення²² про ризики проведення фінансових операцій з ОВДП, де наводить основну схему проведення циклічних операцій щодо легалізації доходу, приклад руху 1000 шт. валютних ОВДП ISIN UA4000197396 за 08.12.2017 р., а також схему отримання інвестиційного доходу, де фізична особа отримує регулярний прибуток до 10%, юридична особа – збиток до 10%;

3) у квітні НБУ повідомляє²³ про застосування до РЦ заходу впливу у формі штрафу у розмірі 200 тис. грн за нездійснення з урахуванням ризик-орієнтованих підходів належного аналізу клірингових фінансових операцій клієнтів. Йдеться про операції, які були проведені за результатами правочинів щодо цінних паперів, інформація про які є у відомостях укладених правочинів щодо цінних паперів. Банк РЦ (законодавчо визначений монополіст у сфері надання послуг з розрахунків за принципом «поставка проти оплати») повинен був виявити серед них ті фінансові операції, економічна доцільність (сенса) яких відсутня, або операції, які можуть іншим чином наражати банк на здійснення (залучення до здійснення) ризикової діяльності.

Крім того, у березні 2019 р. у ЗМІ в контексті можливих вигодоодержувачів операцій «групового звіту» було опубліковане²⁴ дослідження електронних декларацій політиків і чиновників, які купували ОВДП.

Саме в квітневому релізі НБУ зазначаються колосальні масштаби таких операцій. У досудовому провадженні, під час якого у жовтні 2018 р. були проведені обшуки серед учасників фондового ринку, йшлося²⁵ про легалізацію коштів на суму понад 86 млн

²² Лист-роз'яснення НБУ «Про ризики проведення фінансових операцій з ОВДП» від 01.03.2019 р. № 25-0006/12002. URL: <https://bank.gov.ua/document/download?docId=89597829>; Прес-реліз НБУ від 04.03.2019 р. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=89458754&cat_id=55838.

²³ Прес-реліз НБУ від 26.04.2019 р. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=93258894&cat_id=1103935#_ftnref1.

²⁴ Віннічук Ю. Як політики відмивають гроші на державних облігаціях. *Бізнес-Цензор*. 07.03.2019. URL: <https://biz.censor.net.ua/r3115273>.

²⁵ Ухвала Шевченківського районного суду м. Києва від 13.09.2018 р. Справа № 761/34042/18. Провадження № 1-кс/761/23128/2018. URL: <https://>

грн внаслідок окремих біржових контрактів на ПФТС та УБ. Натомість НБУ за результатами аналізу даних з відомостей правочинів РЦ щодо цінних паперів встановлено, що питома вага правочинів щодо ОВДП, характер яких може свідчити про легалізацію (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом, з 10.01.2017 р. до 04.12.2018 р. становить не менше ніж 30% від усіх укладених на фондових біржах правочинів щодо ОВДП, а обсяг легалізації тільки фізичними особами – 800 млн грн.

Згідно оцінки НБУ та обсягів біржових торгів ОВДП, можна дійти висновку, що загальний обсяг операцій, спрямованих на легалізацію (відмивання) доходів, у 2017–2018 рр. міг сягнути 131 млрд грн (табл. Д.1).

Таблиця Д.1

Обсяги торгів ОВДП на фондових біржах України та оцінка обсягу операцій, пов'язаних з «груповим звітом», млрд грн

Показники	ПФТС	УБ	ФБ «Перспектива»	Всього	Оцінка: 30%
2017 р.	58,0	7,7	123,8	189,5	56,9
2018 р.	108,1	16,6	121,8	246,5	74,0
за 2 роки	166,1	24,3	245,6	436,0	130,8

Джерело: Розраховано за даними НКЦПФР²⁶.

Оскільки метою НБУ було насамперед попередити банки як суб'єкти первинного фінансового моніторингу про ризики сумнівних операцій з ОВДП, то питання типології та послідовності таких операцій описуються більшою мірою в частині необхідності їхнього контролю банками на предмет ознак легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом. Не менш цікавими є подробиці проведення таких операцій на фондових біржах і проведення розрахунків.

youcontrol.com.ua/ru/catalog/court-document/77066582.

²⁶ Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>; Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку. URL: <http://old.nssmc.gov.ua/fund/analytics>.

Йдеться про досить примітивну схему легалізації доходів фізичних осіб з використанням ОВДП²⁷.

Спочатку пакет ОВДП продається фізичній особі за штучно заниженою ціною, а вже потім фізична особа продає ОВДП за прийнятною вартістю (або штучно завищеною).

Все просто і зрозуміло, але є проблема: щоб легалізувати значний прибуток, необхідно (щоб операція виглядала «пристойно»), по-перше, більш значні (ніж такий прибуток) суми коштів для оплати ОВДП, по-друге, самі ОВДП (або не менш значні кошти на їх купівлю).

Тут і знадобився креатив – використовувати «високі біржові та клірингові» технології: провести ці угоди на фондовій біржі і «розрахувати» в РЦ шляхом «клірингу» зобов'язань (рис. Д.5), мінімізуючи використовувані для угод активи.

ОВДП в такій схемі переходять від особи до особи по ланцюжку та колу, потім повертаються до їх первинного власника в такій само кількості по завершенні схеми. А раз так, то ОВДП можна не купувати, а «запозичити», скажімо, «на годинку».

Оскільки зобов'язання за «придбані» ОВДП також переходять по тому ж ланцюжку і колу, то, по суті, грошові кошти для такої операції потрібні тільки в розмірі невеликої δ для власника ОВДП (знову-таки для «пристойності») і більш значною Δ для фізичної особи, якій формально за умовами схеми виплачується начебто прибуток. Зрозуміло, що сума δ і Δ є значно нижчою ніж номінальна вартість ОВДП.

Якщо перейти до абсолютних цифр, то для легалізації прибутку, наприклад, у 7 млн грн необхідними є:

- ОВДП на суму близько 100 млн грн, що за наслідками правочинів повернеться первинному власнику;
- 1–2 тис. грн винагороди власнику ОВДП (банку) за «запозичені» папери (за оцінками НБУ²⁸, близько 0,01%);

²⁷ Довідково: будь-які доходи фізичної особи, отримані від операцій з ОВДП, не оподатковуються податком на доходи.

²⁸ Лист-роз'яснення НБУ від 01.03.2019 р. № 25-0006/12002 «Про ризики проведення фінансових операцій з ОВДП». URL: <https://bank.gov.ua/document/download?docId=89597829>.

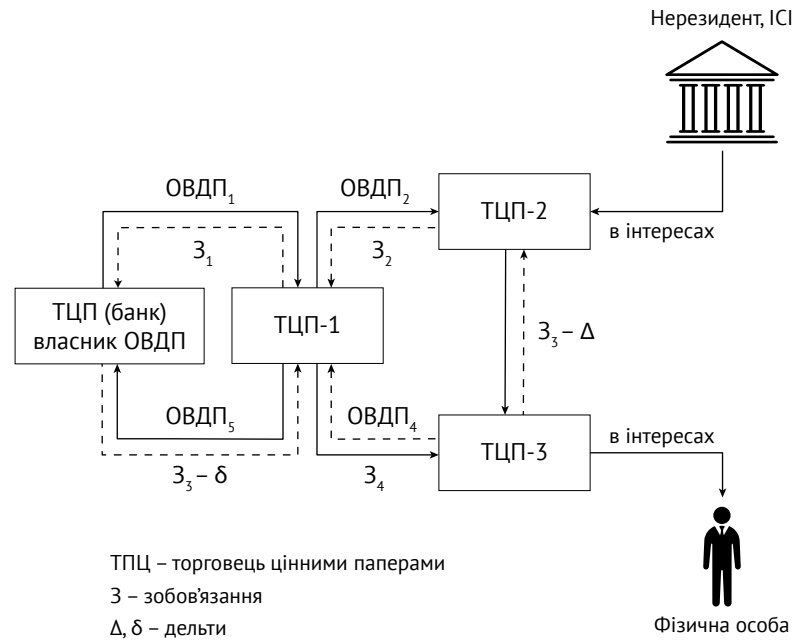


Рис. Д.5. Умовна схема біржових угод з ОВДП для легалізації доходів фізичними особами

Джерела: Лист-роз'яснення НБУ «Про ризики проведення фінансових операцій з ОВДП» від 01.03.2019 р. № 25-0006/12002. URL: <https://bank.gov.ua/document/download?docId=89597829>; Віннічук Ю. Як політики відмивають гроші на державних облігаціях. Бізнес-Цензор. 07.03.2019. URL: <https://biz.censor.net.ua/r3115273>; Как отмыть миллионы и остаться ненаказанным. StockWorld. 15.07.2019. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/kak-otmyt-milliony-i-ostat-sia-nienakazannym>.

– винагорода фондовій біржі та РЦ (до 0,03% відсутніх активів в операціях²⁹);

²⁹ Тарифи АТ «Фондова біржа ПФТС». URL: <http://pfts.ua/stock-exchange-pfts/stock-exchange-tariffs>; Тарифи АТ «Українська біржа». URL: <http://www.ux.ua/s248>; Тарифи на послуги Публічного акціонерного товариства «Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках». URL: http://settlement.com.ua/doc/sc.content/doc/tariffs/12102016_Tarif.pdf, http://settlement.com.ua/doc/sc.content/doc/tariffs/18_04_17_Tarif_SC.pdf, http://settlement.com.ua/doc/sc.content/doc/tariffs/01_01_18_Tarif.pdf.

– винагорода торгівцю цінними паперами, обслуговуючому фізичну особу;

– сума коштів, що становитиме «збитки», вони ж – «прибуток» фізичної особи.

Ось такий економ-варіант.

Ще раз підкреслимо, що без фондових бірж і РЦ проводити такі операції неможливо.

Назва цієї «технології» – «груповий звіт» (або більш формально і менш зрозуміло: укладення біржових контрактів, забезпечених правами на отримання грошових коштів (цінних паперів) на підставі відповідних зустрічних зобов'язань) згадана тільки в тарифах РЦ і бірж. Тарифи за такими операціями дуже відрізняються за вартістю від звичайних³⁰. І абсолютно зрозуміло, що операції за цією «технологією» проводяться окремо від інших, тобто реальних операцій з ОВДП на фондових біржах.

Як би біржі не відхрещувалися від цих операцій, вони прекрасно розуміли суть і сенс цих операцій, їх вигодоодержувачів, свідомо беручи участь у проведенні таких операцій.

Подив викликає обсяг таких операцій (десятки мільярдів гривень на рік) і їхній очевидний злочинний сенс.

Щодо теми нашого дослідження виникає питання: чому ці операції не стали предметом аналізу на предмет ознак маніпулювання? Адже для того є підстави:

– власник цінних паперів за підсумками торгів не змінюється;

– дохід (прибуток) фізичних осіб формується завжди паралельно з негативним торговельним результатом для інших інвес-

³⁰ З 01.12.2018 р. (тобто через вкрай нетривалий час після порушення кримінальної справи та проведених СБУ обшуків) тарифи РЦ було змінено (URL: <https://settlement.com.ua/periodical-publications/news/2018-11-28-08-13-21.html>). У результаті зникли будь-які згадування про послуги, пов'язані з «груповим звітом» (права на отримання коштів/цінних паперів на підставі відповідних зустрічних зобов'язань). Натомість було впроваджено тариф за допуск до клірингу всіх без виключення біржових правочинів, без будь-яких особливостей – 0,000001% від обсягу всіх біржових контрактів. Це в 9–15 тисяч раз менше за ставку попереднього тарифу РЦ для операцій в режимі «групового звіту» (0,009–0,015%). Як наслідок, замість мільйонних доходів за попередніми тарифами РЦ наразі отримує від бірж мінімальні суми.

торів (тобто економічний сенс операцій таких інвесторів, як того вимагають нормативні документи НКЦПФР, зовсім неочевидний, хоча очевидним є не зовсім економічний і не цілком законний сенс);

– є значне зростання обсягу торгів окремими серіями ОВДП, у тому числі за участю конкретних учасників торгів.

Кримінально-правова оцінка цих діянь виходить за межі теми нашого дослідження. Так, відповідно до кримінальної справи, порушеної СБУ, учасникам цих діянь інкримінуються кілька статей Кримінального кодексу України: стаття 208 «Легалізація (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом», стаття 212 «Ухилення від сплати податків, зборів (обов'язкових платежів)», стаття 222¹ «Маніпулювання на фондовому ринку». Водночас у контексті наведених в дослідженні та правової невизначеності більшості понять виникає запитання: чи дійсно є можливість у цьому конкретному випадку кваліфікувати такі діяння як маніпулювання?

На нашу думку, в цьому випадку можна зробити такі припущення:

1) якщо слідством буде доведено, що операції за «технологією групового звіту» здійснювалися шляхом вчинення умисних протиправних дій, як кваліфікуючі ознаки маніпулювання може розглядатися сценарій 2 (див. пункти 2.4.2 та 2.5.2 глави 2);

2) якщо слідством буде доведено незаконність правочинів за «технологією групового звіту», то зрозуміло, що вони не мали законної мети (див. пункти 2.4.2, 2.4.6 та 2.5.2 глави 2). При цьому власник ОВДП за результатом таких торгів не повинен змінюватися.

Згідно із законодавством про регулювання ринку цінних паперів та рішенням Комісії від 14.06.2011 р. № 716 «Про затвердження Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі», все це підлягає контролю з боку фондової біржі.

Крім того, наказ Міністерства фінансів України від 08.07.2016 р. № 584 «Про затвердження Критеріїв ризику легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансування тероризму та фінансування розповсюдження зброї масового знищення» констатує, що фінансова операція має ризик

легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансування тероризму та фінансування розповсюдження зброї масового знищення у разі, якщо вона має заплутаний або незвичний характер, або це сукупність пов'язаних між собою фінансових операцій, що не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети.

При цьому і торговці цінними паперами, і депозитарні установи, і фондові біржі, і РЦ – всі є суб'єктами первинного фінансового моніторингу. І що? Не помітили? Прогавили? Чи щось інше?

А що ж регулятор фондового ринку? Вже 12.10.2018 р. о 8:40 ранку глава НКЦПФР роздратовано заявив³¹: «Дуже здивований обшуками правоохоронних органів саме фондових бірж! Вони визначені як суб'єкти критичної інфраструктури держави і їх діяльність регламентується фінансовим законодавством та має вплив на фінансову стабільність країни. Використання таких засобів слідства повинно мати дуже тверде підґрунтя!».

Що все-таки робить НКЦПФР, крім численних гучних декларацій? Проголошує масштабну «чистку ринку» та виснажує учасників біржових торгів численними запитаннями-причіпками, направо й наліво порушує справи про маніпулювання? А чому цих операцій не помітила? Хоча у форматі адміністративних даних у щоденному режимі отримує від фондових бірж вичерпну інформацію про всі біржові угоди (у тому числі відомості про ціни та всіх клієнтів). Комісія є суб'єктом державного фінансового моніторингу. А повноважень, на брак яких регулярно скаржитися регулятор, у НКЦПФР у сфері фінансового моніторингу вистачає. Забувається тільки, що наглядові права припускають і відповідні обов'язки.

Ці питання набувають уже риторичного сенсу. З публічних релізів відомо³², що НБУ направив спеціальний лист-повідомлення

³¹ Обшуки СБУ у фондових компаніях здивували главу Нацкомісії. *Економічна правда*. 12.10.2018. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2018/10/12/641589/>; Стопінка Т. Хромаєва у Facebook. URL: <https://www.facebook.com/timur.khromaev/posts/10212315650194282>.

³² В описаних схемах фінансових операцій з купівлі-продажу ОВДП беруть участь професійні учасники фондового ринку, які неналежно виконують обов'язки суб'єктів первинного фінансового моніторингу. Внаслідок того, що НБУ не здійснює за цими суб'єктами нагляд у сфері запобігання та протидії легалізації

НКЦПФР, мабуть, щоб регулятор фондового ринку точно прореагував. Проте марно: НКЦПФР та її очільник (який чи не щотижня щось заявляє ЗМІ, в тому числі з питань, не надто пов'язаних з фондовим ринком), продовжують мовчати³³.

(відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення, НБУ інформуватиме НКЦПФР про виявлені схеми фінансових операцій з купівлі-продажу цінних паперів з метою вжиття відповідних заходів під час здійснення нагляду (Див.: Лист-роз'яснення НБУ від 01.03.2019 р. № 25-0006/12002 «Про ризики проведення фінансових операцій з ОВДП». URL: <https://bank.gov.ua/document/download?docId=89597829>).

Національний банк повідомив НКЦПФР про операції небанківських фінансових установ (брокерів), за якими вона здійснює нагляд за діяльністю цих професійних учасників фондового ринку у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення (Див.: Прес-реліз НБУ від 26.04.2019 р. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=93258894&cat_id=1103935#_ftnref1).

Натомість на офіційному веб-сайті НКЦПФР жодні згадування «групового звіту» відсутні. Єдиний відомий на сьогодні результат – надсилання НКЦПФР окремим учасникам фондового ринку листів, де лапідарно, без жодних деталей, наголошується на необхідності посилити нагляд за операціями з ОВДП в контексті фінансового моніторингу – і знов-таки, з посиланням на НБУ. До речі, і про цей лист ЗМІ стало відомо не від НКЦПФР, а від учасників ринку (Див.: Операції з ОВДП потрапили під підозру. *FinPost*. 29.01.2019. URL: <https://finpost.com.ua/news/11708>).

³³ Чому НКЦБФР молчить? *StockWorld*. 21.03.2019. URL: <http://www.stockworld.com.ua/ru/news/pochiemu-nktsbfr-molchit>.

FOREWORD. INTRODUCTION. CONCLUSIONS AND PROPOSALS. AFTERWORD

After centuries of evolution, numerous crises and financial turmoils, stock markets have ceased to be associated only with the artificial capital in public mind, and as the basis of the market economy, have become real mechanisms for attracting investment, evaluating proprietary rights for assets. To a large extent, this has become the summing up of a peculiar consensus of issuers, investors, regulators that the policy of non-transparency and double standards in the stock market is inefficient, and countering manipulation of prices for financial instruments and insider deals as well as adequate enforcement practices with regard to investor rights' violations are not merely of critical importance for the stock markets, but also are the institutional footing for their effectiveness and viability.

Today as centuries ago, stock market is the territory of asymmetries and uncertainty, the zone of volatility and risk. Under conditions of permanent risk modification, accelerated speed of the dissemination of information and Fintech innovations, the counteraction to conflicts of interest, fairness of pricing, protection of investor interests remain the mandatory components of policy decisions and regulatory practices with respect to stock markets. However, even deriving the best world practices and approaches does not guarantee the reduction of risks and asymmetries in the stock market, and enhancing its maturity and functional role in the economy. Moreover, in the situation of “running ahead” with the transfer of norms, approaches and toolkit inadequate to the local conditions, the inverse effects ranging from the negligence and rejection of this deriving to conservation or deepening of structural and functional deformations of the stock market are quite possible.

In the 1990s, the market-based system became the sample organization for the Ukrainian stock market (the so-called “market-based financing system”), peculiar to the Anglo-Saxon-type economies, where the stock markets still dominate the global finance as before. Over the two decades, the history of stock market establishment and development in Ukraine has provided numerous examples of the global best practices’ transfer as regards stock exchanges’ supervision and organization, depository and clearing infrastructure et cetera, but the fact remains that the stock market being the driving force of the economy globally is extremely unsatisfactory to perform the functions of deployment, allocation and channeling of financial resources in Ukraine to stimulate economic development and attract investment.

Despite one-off positive examples of integration into the global capital markets (in particular, the recent provision with the access to the Ukrainian state bonds for foreign investors via the Clearstream international depository and admission of the U.S. state bills and Apple stocks), the Ukrainian stock market described by significant distortions and imbalances remains underdeveloped and unattractive for internal and external investors.

Essential reasons are the incoherence of legislative changes, fragmentary nature and inconsistency in the implementation of the European legal framework, certain chaotic nature of regulation and absent consideration of objective factors of functioning of the immature national capital market, which includes difficulty of pricing.

Due to a number of factors (total illiquidity, absence of interest of issuers and investors in attracting and allocating capital, irregularity of trading sessions), there are no conditions and opportunities to form fair prices for the overwhelming number of financial instruments in Ukraine. So far, the broadening regulatory requirements for pricing and admission to trading leads merely to the existence of irrelevant price benchmarks and lack of stock instruments. Under such circumstances, the counteraction of market abuse is limited by obvious difficulties, which are unlikely to be quickly resolved, even after the relevant European requirements will have been implemented in the national law instead of the available (rather subjective) criteria for detecting manipulation, since they imply considering and formal-

ising by the regulator the market practices and features specific to a particular marketplace.

The identification of manipulative practices in the underdeveloped and illiquid market is a non-trivial task, which has to be taken into account in order to properly regulate the stock market of Ukraine and create incentives for its development and legislative update.

Introduction

With the exception of a rather dynamic issue and circulation of the state securities, the national stock market remains in a depressed state according to its participants, and experiencing a period of another “re-start”, the active phase of which began in 2015. Theretofore, the market was also reckoned as underdeveloped and illiquid, and its individual segments and their parameters as fairly conditional. However, namely in 2015, oddly enough, the statements that the capital market was virtually absent in Ukraine began to be regularly expressed by its regulator. At the same time, the NSSMC launched a large-scale market cleanup campaign. It was supposed to increase the level of investor confidence in the market and its participants, but in 4 years, there is rather destruction of confidence that can be acknowledged and a significant reduction of all parameters of the capital market, its participants and instruments despite the growth of the budget and the appetite of the regulator itself to expand powers.

During the “cleanup” of the market, the enforcement activity of the NSSMC has increased significantly, first of all, for the manipulation in the stock market: in 2015 alone, the number of proceedings initiated by the regulator reached 111, which is close to the global record and is massively more than in 2012–2014. Regardless of these initiations, respective criminal proceedings were of a sporadic character, and the sanctions levied by the NSSMC were actively contested in the courts. The NSSMC does not disclose the aggregated statistics of such contests in principle, but according to the most resonant cases, the results of court proceedings are known to not always have ended in favor of the regulator.

The practice of court proceedings with the participation of the NSSMC on market abuse witnesses their complexity, specific nature, lack of certainty and inconsistency of interpretation of large number of issues, lack of subjectivity of decision taking on the law breach, shortfalls in the expert and methodical provisions.

The manipulation cases were started in Ukraine until 2015, but they were positively perceived by the market, since such cases were known to the wide audience and quite clear. Since 2015, the imposition of sanctions for manipulations was often unclear for the market, not considered substantiated, so the actions of the NSSMC aroused surprise first, and later on, both legal and informational counteraction.

The approach of the NSSMC to the regulation, punitive in itself, artificially limits market liquidity, and because of the ambiguity of the approaches and criteria for law abuse detection, investors and financial intermediaries are ready to leave trading on the formal stock exchange. Nominal and selective enforcement cause misconception and prejudiced punishment of the market agents.

Current state of the regulatory framework and its prospects in the NSSMC interpretation do not provide for the stable development of the stock market, nor for the adequacy of the vectors of Ukraine's European integration. The stage of capital market development in Ukraine and the legislative doctrine do not allow the literal implementation of the European Union Directive on market abuse, but shall require its convergence. The prohibitive norms in the capital market available in Ukraine require fundamental change with regard to the elimination of legal ambiguity.

The outlined issues as well as the need to implement the European legal framework, stipulated conducting the study of the legal and economic aspects of the nature of market abuse and counteraction to respective law violations.

Conclusions and proposals

On a formal level, the capital market of Ukraine is institutionally designed and has all the necessary elements: stock exchanges, depositaries and depository institutions, licensed institutional investors and brokers as well as the regulator. In spite of the acceptable level of technological support for the stock exchange trading and the calculations based on its results (although the state centralization of clearing and calculations restrains their technological development), institutionally- and technologically-modeled conditions for the stock exchange pricing, fundamental gaps of the economy and the stock market bring forth low or even utterly low liquidity of the latter and do not allow objective pricing for financial instruments. Consequently, stock trading is a “hostage” of such situation and cannot fulfill its basic function of fair pricing.

In this case, the question arises on how to deal with market abuse, including manipulation and use of insider information. The fundamental feature of manipulation is the deliberate influence on the price of a tool objectively shaped up on the stock exchange, the so-called real price, for the purpose of obtaining the improper advantage. As a matter of fact, in the logical and economic relation, any transaction on the stock exchange can be envisaged as manipulation, since the level of liquidity is low for the so-called real pricing.

Numerous scientific theories and models, explaining the behavior of prices for financial assets and the negative impact of information asymmetry on the objectivity of pricing for financial instruments, are based primarily on the developed stock markets' functioning conditions. Such markets substantially differ from the immature ones (which also include the domestic market) by certain factors: by conceptual factors (the interest of issuers and investors in efficient and competitive raising and allocation of capital) as well as by essential factors (significant size, liquidity, controllability, transparency). The effectiveness of countering information asymmetry and the objectivity

of pricing are the better, the higher is the degree of market development and liquidity.

Due to a number of objective (social and economic) and subjective (distorted regulation) reasons, the stock market of Ukraine has no conditions and opportunities for fair pricing for the vast majority of financial instruments. The only exception is the government bonds. Any stock prices, including for securities, used to calculate stock market indices, are artificial out of the gates, and there are purely no so-called “real” market prices. On a formal level, any pricing in the Ukrainian stock market can be considered a manipulation. This will be a misconception, since the economic nature of manipulation is to artificially distort namely the objective prices. The objective pricing can only be under the terms of much higher liquidity, competition, adequate regulation and only with the tools of public companies interested in the existence of such objective prices.

Structural and functional imbalances of the national stock market and restraint (conditionality) of pricing cause the difficulty of detection and counteraction with regard to market abuse.

Legislation on the responsibility for the stock market abuse in Ukraine has been developing rather slowly, with considerable delay compared to other countries, therefore it is actually at the origin. In the Criminal Code of Ukraine, one can pick out as many as 8 articles, which by name and position can be referred to as “stock exchange” crimes, but most of these articles are outdated, because at the current stage of stock market functioning and its infrastructure, the respective crimes are too exotic or utopian (merely impossible for real action). However, the most significant abuse and relevant responsibilities have been brought under regulation by the national law only 15–20 years after Ukraine gained independence and after the stock market originated (in 2006, on the use of insider information; in 2011, on manipulation), and the respective criminal regulations have been set out in a blanket way. The concept-and-definition apparatus and an adequate methodology for detecting the signs and scenarios of manipulation have not yet been developed until now. Thus, the substantial legal uncertainty creates the preconditions for the subjectivity of approaches to qualifying such abuses and for contradictory enforcement.

The NSSMC Guidelines for the Detection of Stock Market Price Manipulation Indicators are non-public and in no way add to the determinacy, since they do not specify the terms and concepts, do not contain formalized criteria, analysis methods and reports on their results, algorithms, procedures and other means to reflect the abuse detection procedures. The involvement of experts in court proceedings is complicated by the significant specificity of the stock exchange and the need for experts to obtain specific knowledge on market abuse. The European legislation directly indicates the necessity of such training for judges, prosecutors, law enforcement representatives, judicial and competent authorities' staff involved in criminal justice and investigation. However, in Ukraine, the NSSMC among numerous training programs for different categories of stock market specialists did not propose any training format for the experts and law enforcement officers on the one hand, and on the other hand, there is no interest from the specialists of the expert institutions to study under the existing programs in the NSSMC. Not surprisingly, the expert institutions in Ukraine usually lack specialists in stock market activity surveying, and there are no methods for conducting such surveying. Thus, stock market participants have an extremely limited ability to use forensic enquiry conclusions in market abuse proceedings today, which deprives investors of the fair court trial.

This essentially distinguishes the Ukrainian expertise from the European one, featured by the structuring of the complex market abuse legislation and effective procedures on the financial market regulators' level, by the application of special scientific and practical research, by implementing the multilevel automated systems for different forms of big data analysis with the aim to define doubtful operations and to take the precisely formalized and objective decisions on the presence or absence of the abuse signals. These factors are necessary to be considered, since the very formal and selective implementation of the European legislation on market abuse can remain inefficient without implementation of the due methodical, regulatory, forensic and expert, and IT support.

The development stage of the Ukrainian capital market and the legislative doctrine do not allow for the full implementation of the European Union Directive on market abuse, and require its conver-

gence. The problems of implementation of the EU legislation (II MAD Directive and MAN Regulation) on capital markets abuse evidenced by the example of Poland have proven that regardless the availability of a rather developed market and a certain transition period, Poland encountered not only namely legal objective difficulties, but also difficulties owed to the non-determinacy of the so-called market practices by the market surveillance body (because of lack of methodical and regulatory support). This should be taken into account, as in Ukraine, there are many more expected problems considering the less developed market, the specific position of its regulator, the dynamics of the European legal base and the absence of the official translations of the large number of the European legislative acts on financial markets into the Ukrainian language.

As the practical summary of the research, in Chapter 5, the Draft Law of Ukraine on Counteraction to Market Abuse is introduced, where the amendments connected with the implementation of the important part of the European legal base to the national legislation are proposed, and namely of Directive No. 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council dated 16.04.2014 on Criminal Sanctions for Market Abuse. Legislative implementation of this initiative will allow elimination of legal uncertainty, formulation of the precise, clear and fair rules in the sphere of regulating financial intermediaries, and removing the basement for regular outrage and pressure on businesses.

Afterword

The duality of the problem related to counteraction to capital market abuse, the merger of the legal and economic components thereof, have been put into the basement for this book. Acknowledging the methodological vulnerability in the search for the universal principles and approaches to resolving the identified problem, the main range of the research and expert evaluations has been aggregated by the authors upon the complex approach.

With a large number of the applied and academic studies of the problems of dysfunction and “failures” of capital markets, market abuses, the vast majority thereof is recognized to focus on the research in the developed capital markets, which are characterized by high liquidity and effective mechanisms of stock pricing, where actually public companies are. The conditions of functioning of the Ukrainian stock market are utterly far from the developed capital markets. In addition, due to the short period of existence of the norms on manipulation and insider trading in the national legislation, the judicial practice has not yet been formed, and regulatory requirements, enforcement, methodical and expert support raise many questions and require significant changes. An additional factor of the relevance of this study is the need to bring the Ukrainian legislation into compliance with the EU requirements.

Recognizing the complexity of the above, the authors decided not only to combine the experience, intelligence and efforts of the legal practitioners and financiers, including a foreign expert on the implementation of the European legal framework for combating market abuse in the EU Member State (Poland's) national legislation, but also the practitioners in the fields of the stock exchange securities' trading arrangement and of legal protection of the stock market participants in Ukraine, the self-regulatory organization, which unites securities' traders and depository institutions.

Namely, these circumstances initially determined a series of lengthy and intense discussions, and subsequently, the emergence

of a study of the market abuse problem, considering the peculiarities and distortions inherent in the immature stock market, simultaneously from legal and economic viewpoints, with a detailed analysis of the current state of the regulatory, methodical and forensic and expert enforcement as well as the enforcement procedure and judicial practice.

The outgoing dominant idea of the authors' approach is behind the very title of this publication, taking into account not only the theoretical and economic components of the problem of price manipulation and insider trading, the identification of the essential aspects of these abuses, the critical understanding and aggregation of the practice of committing and procedures for countering such abuse on the developed capital markets, but also the difficulties of detecting abuse in the immature markets in the absence of the objective pricing and significant information asymmetry.

The paper contains not merely the detailed analysis of the norms of the Ukrainian legislation in force, the evolution of the legal framework of the U.S. and the EU on counteracting market abuse, the examples of the specific cases of offenses in the stock market of Ukraine, but also the authors' vision of changes in the national legislation aimed to align with the EU norms.

The authoring team tried not only to demonstrate a comprehensive view of the problem of market abuse, but also to reflect the existing contradictions in approaches to solving this problem.

We hope that after the insight into the authors' opinion of the research, the readers formulate their own point of view of the abuse problem in the capital market or at least get a chance to aggregate the reasonable grains of the authors' views.

Перелік Вставок

Глава, §	Назва	Стор.
глава 2, § 1	Вставка 2.1. Справа Фоїла	153
глава 2, § 2	Вставка 2.2. Кейс щодо акцій Єнакіївського металургійного заводу	174
глава 2, § 2	Вставка 2.3. Розслідування SEC відносно компанії групи «Конкорд Кепітал»	180
глава 2, § 4	Вставка 2.4. Тракткування НКЦПФР поняття «очевидний економічний сенс»	192
глава 2, § 4	Вставка 2.5. Відповідь НКЦПФР на запит СРО щодо термінології, пов'язаної із маніпулюванням	194
глава 2, § 4	Вставка 2.6: Поточна ціна	196
глава 2, § 4	Вставка 2.7: Ціна відкриття/закриття	199
глава 2, § 4	Вставка 2.8: Біржовий курс цінного папера	200
глава 2, § 4	Вставка 2.9. Види заявок, що подаються для укладення біржових договорів	202
глава 2, § 4	Вставка 2.10. Визначення цін для облігацій	203
глава 2, § 4	Вставка 2.11. Ситуація цінової нестабільності для лістингових цінних паперів	211
глава 2, § 4	Вставка 2.12. Ситуація цінової нестабільності для ОВДП	212
глава 2, § 4	Вставка 2.13. Ситуація цінової нестабільності для позалістингових цінних паперів	213
глава 2, § 4	Вставка 2.14. Контроль коливання цін за адресними заявками	213
глава 2, § 4	Вставка 2.15. Дії фондової біржі при ситуації цінової нестабільності	215
глава 2, § 6	Вставка 2.16. Методика розслідування злочину, передбаченого статтею 222' ККУ	252
глава 2, § 6	Вставка 2.17. Статистика правозастосування НКЦПФР щодо маніпулювання	260
глава 2, § 7	Вставка 2.18. Методика розслідування злочину, передбаченого статтею 232' ККУ	278

Додаток 2	Вставка Д.1. Кейс щодо операцій з держоблігаціями за участі державного банку. Порівняння відповідності розміру санкції з шкодою для банку та ринку у цілому	465
Додаток 2	Вставка Д.2. Приклади суперечливості у правозастосуванні за операції з однаковими цінними паперами на різних фондових біржах	472

Перелік таблиць

Глава, §	Назва	Стор.
глава 1, § 2	Таблиця 1.1. Деякі види маніпулювання, згідно з законодавством США	59
глава 1, § 3	Таблиця 1.2. Динаміка рейтингових позицій України за складовими розрахунку Індексу глобальної конкурентоспроможності, пов'язаними з розвитком ринку капіталу	70
глава 1, § 3	Таблиця 1.3. Статки мільярдерів та їх роль в економіці окремих країн світу у 2017 р.	75
глава 1, § 3	Таблиця 1.4. Розрахунок частки цінних паперів, що було залучено до біржового ринку у 2017 р.	82
глава 1, § 3	Таблиця 1.5. Цінні папери в портфелях фінансових інститутів України станом на 01.01.2018 р.	89
глава 1, § 3	Таблиця 1.6. Характеристика біржового фондового ринку України у 2013–2017 рр.	101
глава 1, § 3	Таблиця 1.7. Річна зміна індексів акцій у 2017–2018 рр.	105
глава 1, § 3	Таблиця 1.8. Показники біржових торгів на торговельних майданчиках світу у 2017 р.	111
глава 1, § 3	Таблиця 1.9. Регулярність торгів на фондових біржах України в розрізі фінансових інструментів протягом 2016 р.	119
глава 1, § 3	Таблиця 1.10. Актуальність ціноутворення за випусками цінних паперів, допущеними до торгів на фондових біржах України, станом на 27.06.2018 р.	120
глава 1, § 3	Таблиця 1.11. Порівняння критеріїв актуальності цін цінних паперів у нормативно-правових актах окремих регуляторів	123
глава 2, § 6	Таблиця 2.1. Кількість осіб за кримінальними справами щодо злочинів у сфері господарської діяльності у 2011–2017 рр.	265
глава 3, § 1	Таблиця 3.1. Невизначеність порядку дослідження інформації, зазначеної у Методичних рекомендаціях	311
глава 3, § 3	Таблиця 3.2. Правозастосування SEC у 2015–2018 рр.	340

глава 3, § 4	Таблиця 3.3. Інформація про умови торгів ОВДП ISIN UA4000198469 на провідних фондових біржах України за липень 2017 р. – березень 2018 р.	359
глава 3, § 4	Таблиця 3.4. Вхідна інформація для побудови карти Кохонена (приклад)	359
Додаток 3	Таблиця Д.1. Обсяги торгів ОВДП на фондових біржах України та оцінка обсягу операцій, пов'язаних з «груповим звітом», млрд грн	486

Перелік рисунків

Глава, §	Назва	Стор.
глава 1, § 2	Рис. 1.1. Індекс бізнес-активності в США за 1855–1970 рр., %	51
глава 1, § 3	Рис. 1.2. Роль та галузева спеціалізація активів мільярдерів в економіках окремих країн у 2017 р., %	76
глава 1, § 3	Рис. 1.3. Інструментарій фондового ринку в розрізі видів цінних паперів у 2017 р., %	83
глава 1, § 3	Рис. 1.4. Результати торгів на фондовому ринку за участю нерезидентів у 2012–2017 рр.	86
глава 1, § 3	Рис. 1.5. Частка активів фінансових інститутів до ВВП в Україні та світі у 2017 р., %	88
глава 1, § 3	Рис. 1.6. Структура інвестиційних портфелів фінансових інститутів в Україні на 01.01.2018 р., %	93
глава 1, § 3	Рис. 1.7. Кількість акціонерних товариств в Україні у 2012–2017 рр.	96
глава 1, § 3	Рис. 1.8. Кількість учасників фондового ринку у 2012–2017 рр.	97
глава 1, § 3	Рис. 1.9. Частка ліцензій, дію яких анульовано або зупинено за наслідками правозастосування, у 2012–2017 рр.	103
глава 1, § 3	Рис. 1.10. Капіталізація лістингових акцій в Україні у 2010–2017 рр.	108
глава 1, § 3	Рис. 1.11. Інфраструктура біржових торгів цінними паперами в Україні	130
глава 2, § 6	Рис. 2.1. Динаміка порушення НКЦПФР справ за маніпулювання на фондовому ринку у 2013–2017 рр.	261
глава 2, § 6	Рис. 2.2. Рішення судів за справами за участі НКЦПФР у 2014–2017 рр.	263
глава 3, § 4	Рис. 3.1. Загальний вигляд карти Кохонена за даними торгів ОВДП	360
глава 3, § 4	Рис. 3.2. Порівняння розподілу угод Біржі 1 та Біржі 3 на карті Кохонена за даними торгів ОВДП	361
Додаток 2	Рис. Д.1. Динаміка індексу Української біржі	478
Додаток 3	Рис. Д.2. Ліквідність обігу ОВДП на біржовому ринку України за 2012–2017 рр.	481

Додаток 3	Рис. Д.3. Параметри торгів ОВДП на АТ «Українська біржа» за 01.01.2017 р. – 31.03.2018 р.	482
Додаток 3	Рис. Д.4. Середня сума угод з ОВДП на АТ «Українська біржа» за 01.01.2017 р. – 31.03.2018 р.	484
Додаток 3	Рис. Д.5. Умовна схема біржових угод з ОВДП для легалізації доходів фізичними особами	488

Автори**Authors**

Катерина Валеріївна Ануфрієва, к.е.н. ДУ «Інститут економіки та прогнозування Національної академії наук України»

Kateryna Anufriieva. PhD (Economics). SE Institute for Economy and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine

kateryna.anufriieva@gmail.com. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-3179-8655>

Леонід Михайлович Белкін, к.т.н. Адвокат. Адвокатське бюро «Еталон», Україна

Leonid Belkin. PhD (Technical Sciences). Lawyer. Law office “Etalon”, Ukraine

LeBelkin@gmail.com. ORCID ID: <http://orcid.org/0000-0001-8672-8147>

Анна Блахньо-Пажих. Д.ю.н., проф. Академія Леона Козьмінського, Бюро досліджень та аналізу Верховного Суду, Польща

Anna Blachnio-Parzych. Dr. Sc. (Law). Associate Professor. Kozminski University, Research and Analyses Office of the Supreme Court, Poland

ablachnioparzych@kozminski.edu.pl ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-2392-3479>

Світлана Іванівна Брус. К.е.н. ДУ «Інститут економіки та прогнозування Національної академії наук України»

Svitlana Brus. PhD (Economics). SE Institute for Economy and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine

brus_svitlana@ukr.net. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-5373-273X0>

Олена Павлівна Заруцька. Д.е.н., проф. Університет митної справи та фінансів, Україна

Olena Zarutskya. Dr. Sc (Economics). Professor. University of Customs and Finance, Ukraine

helenazarutskaya@gmail.com. ORCID ID: orcid.org/0000-0001-7870-9608

Дмитро Васильович Каменський. К.ю.н. Бердянський державний педагогічний університет, Україна

Dmitro Kamenskyi. PhD (Law). Berdyansk State Pedagogical University, Ukraine

dm.kamensky@gmail.com. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-3610-2514>.

Олександр Георгійович Кошовий. Адвокат, MBA. Юридична компанія «Кошовий і Партнери», Україна

Oleksandr Koshovyi. Attortney at law, MBA. “Koshovyi&Partners”, Law Company, Ukraine

KoshovyiLex@gmail.com. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-6662-8704>

Володимир Митрофанович Тертишник. Д.ю.н., проф. Університет митної справи та фінансів, Україна

Volodymyr Tertyshnyk. Dr. Sc. (Law). Professor. University of Customs and Finance, Ukraine

kreativlad@i.ua. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-2993-0450>

Наталія Михайлівна Шелудько. Д.е.н., проф. ДУ «Інститут економіки та прогнозування Національної академії наук України»

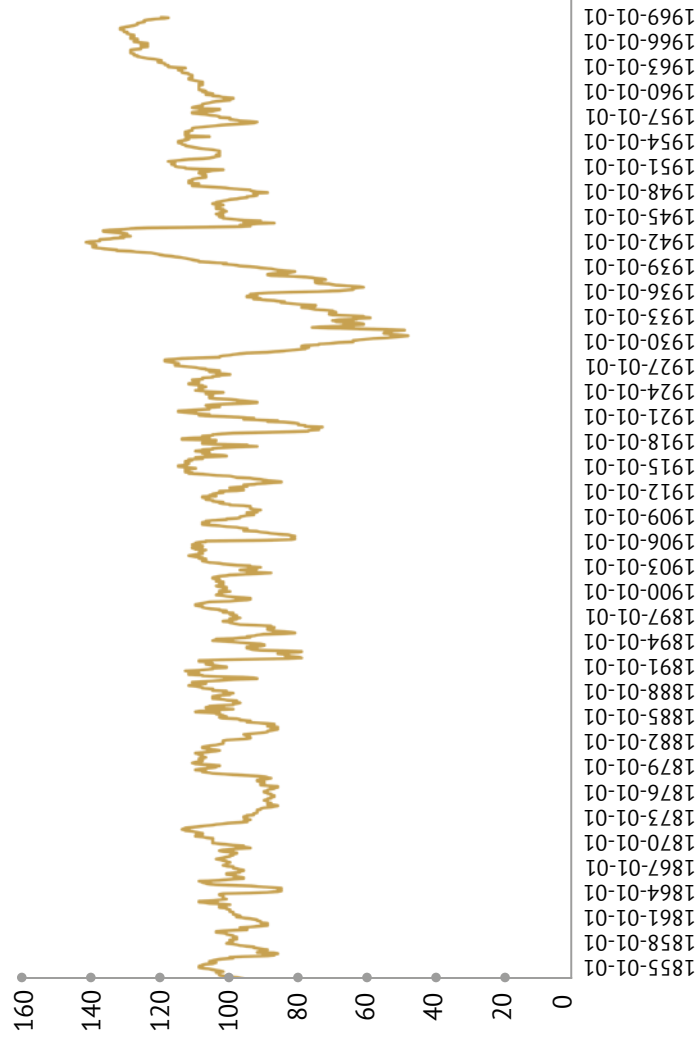
Natalya Sheludko. Dr. Sc (Economics). Professor. SE Institute for Economy and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine

sheludko.natalya@gmail.com. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>

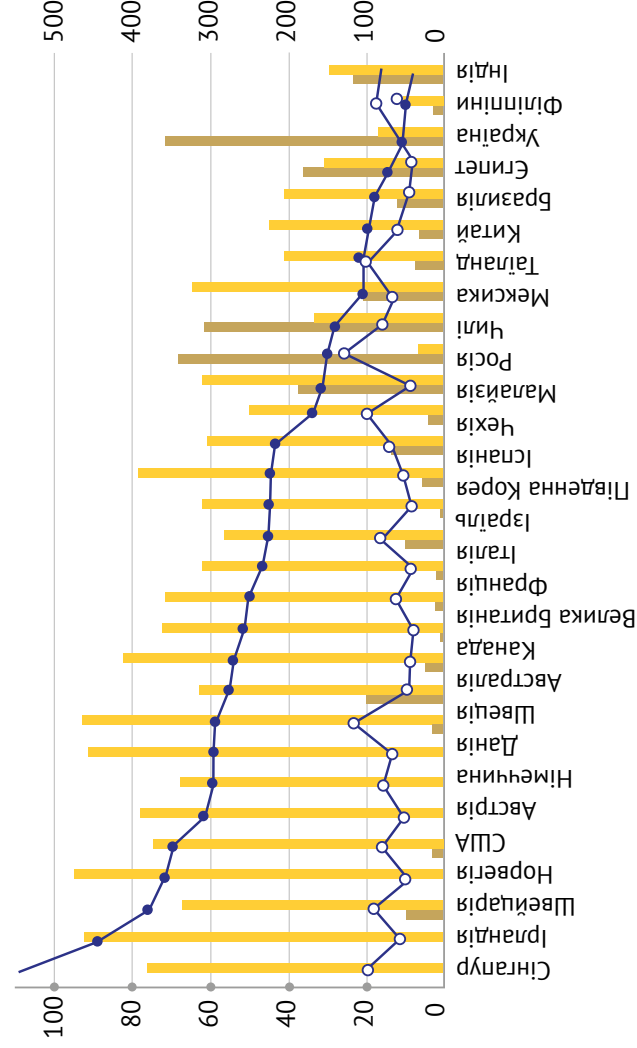
Станіслав Євгенійович Шижков. К.е.н. ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива», Україна

Stanislav Shyshkov. PhD (Economics). PrJSC “Stock Exchange “Perspektiva”, Ukraine

s.shishkov@fbp.com.ua. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

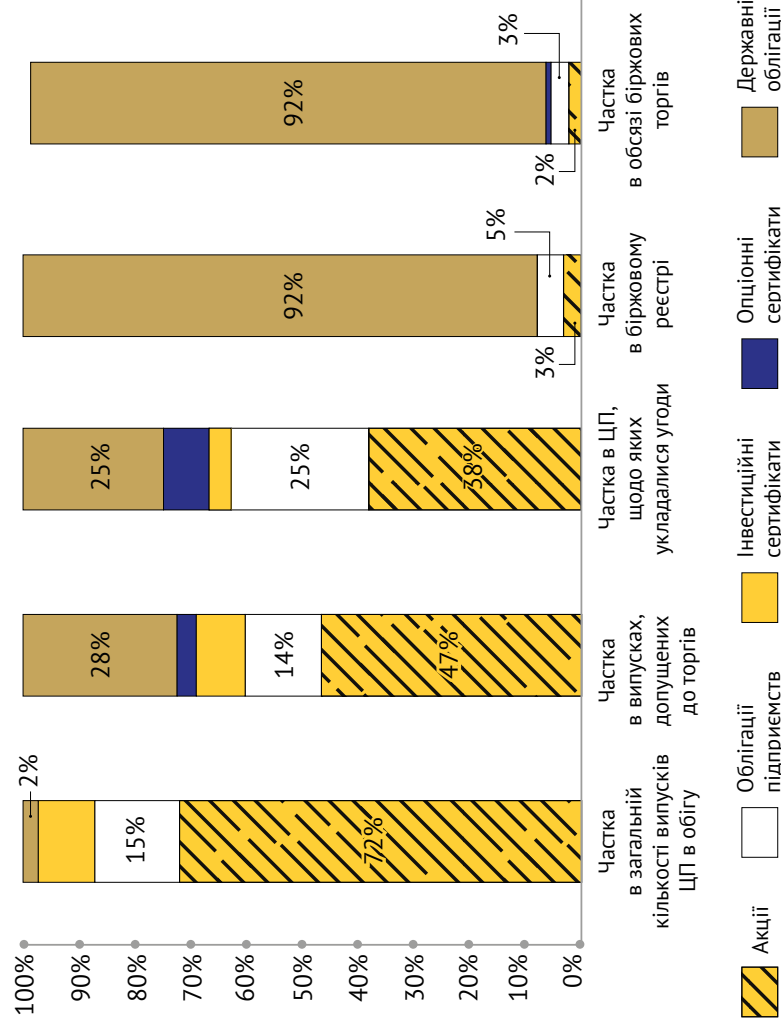


Глава 1, § 2. Рис. 1.1. Індекс бізнес-активності в США за 1855–1970 рр., %

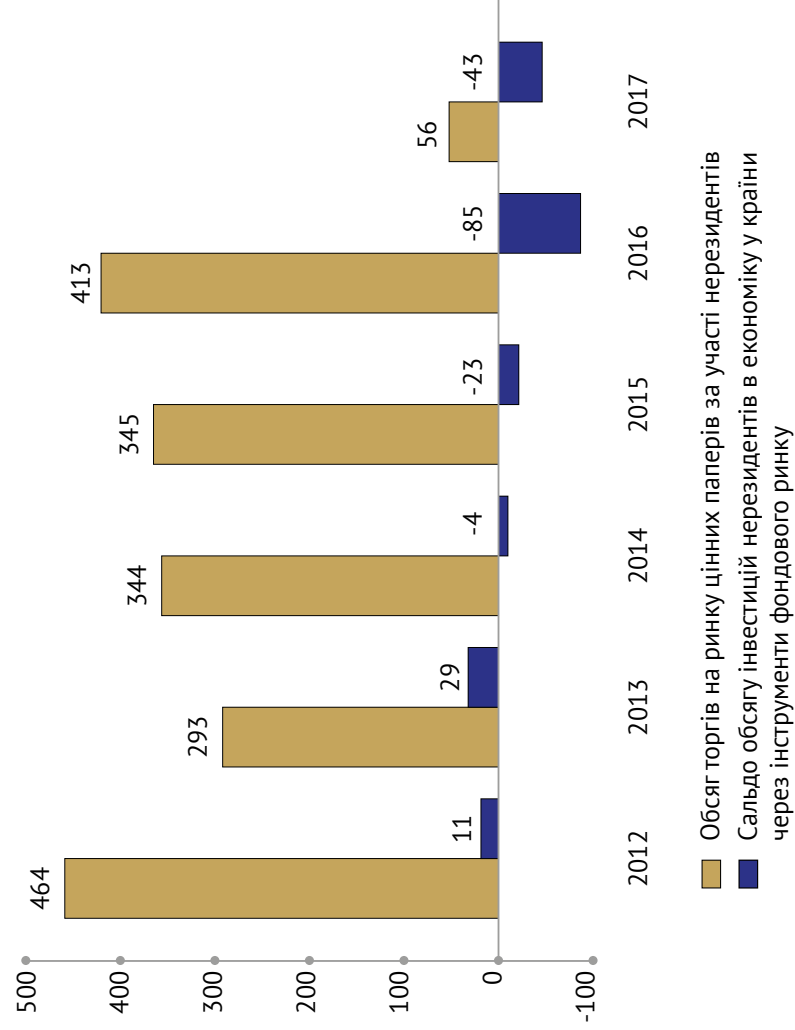


- Частка мільярдів у сфері нафти, металургії, енергетики (ліва шкала)
- Частка мільярдів у сфері інвестицій, торгівлі, медіа, IT, комунікацій тощо (ліва шкала)
- Статки мільярдів/ВВП (ліва шкала)
- ВВП (ПКС) на 1 особу до середньосвітового рівня (права шкала)

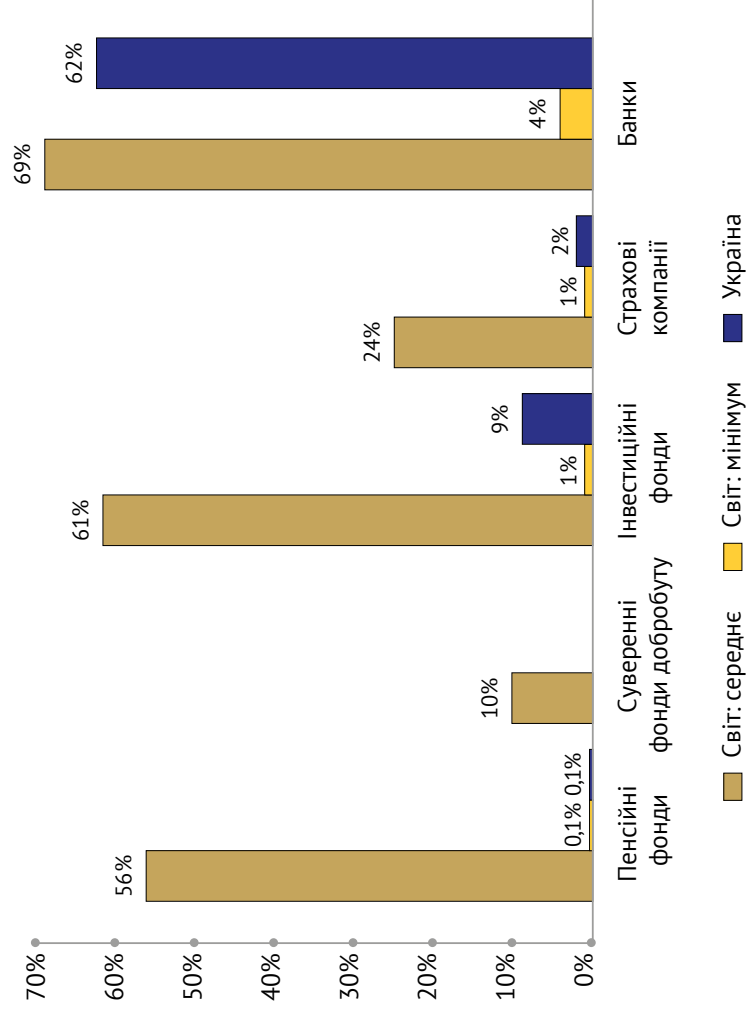
Глава 1, § 3. Рис. 1.2. Роль та галузева спеціалізація активів мільярдів в економіках окремих країн у 2017 р., %



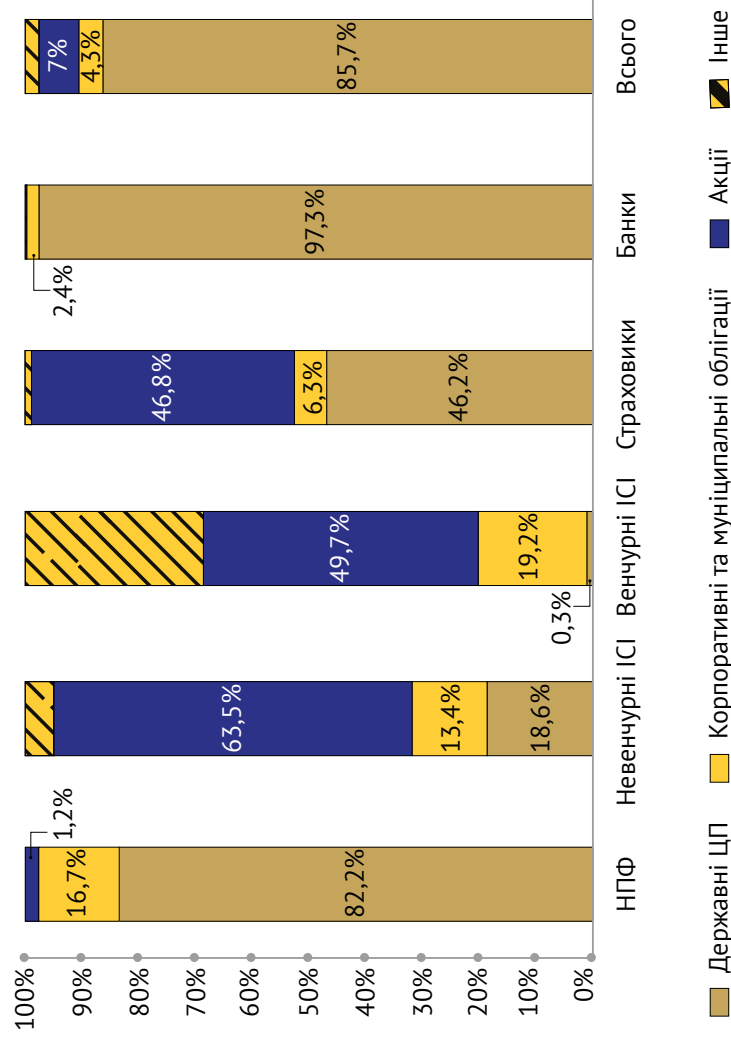
Глава 1, § 3. Рис. 1.3. Інструментарій фондового ринку в розрізі видів цінних паперів у 2017 р., %



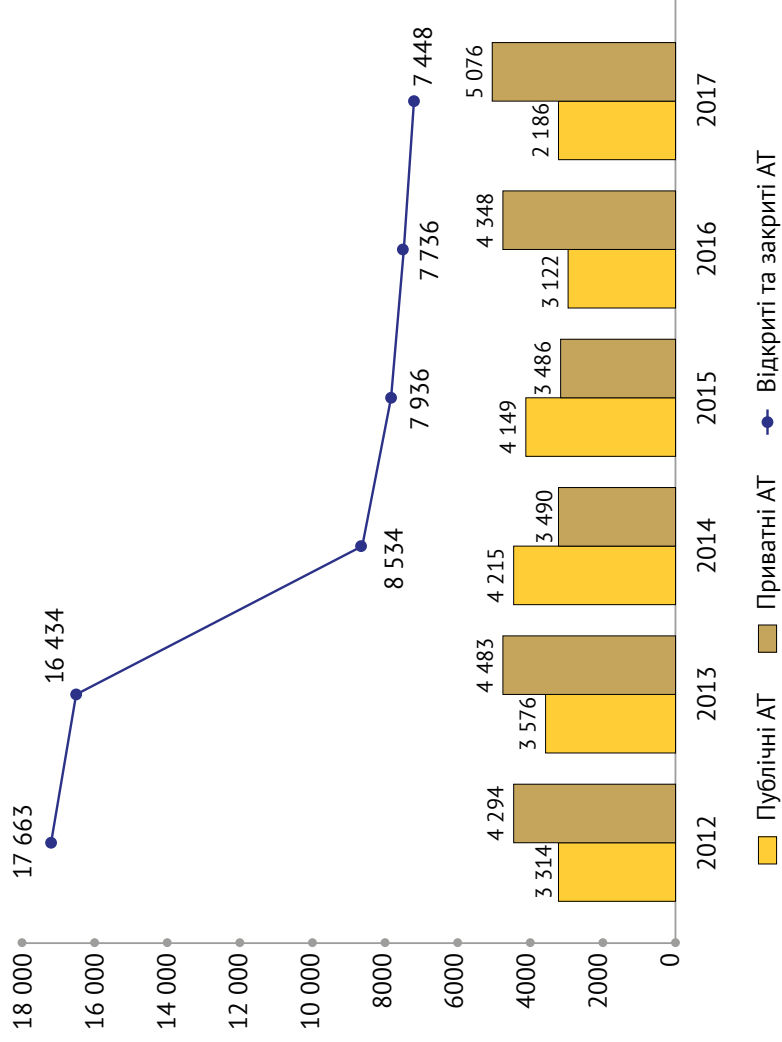
Глава 1, § 3. Рис. 1.4. Результати торгів на фондовому ринку за участю нерезидентів у 2012–2017 рр.



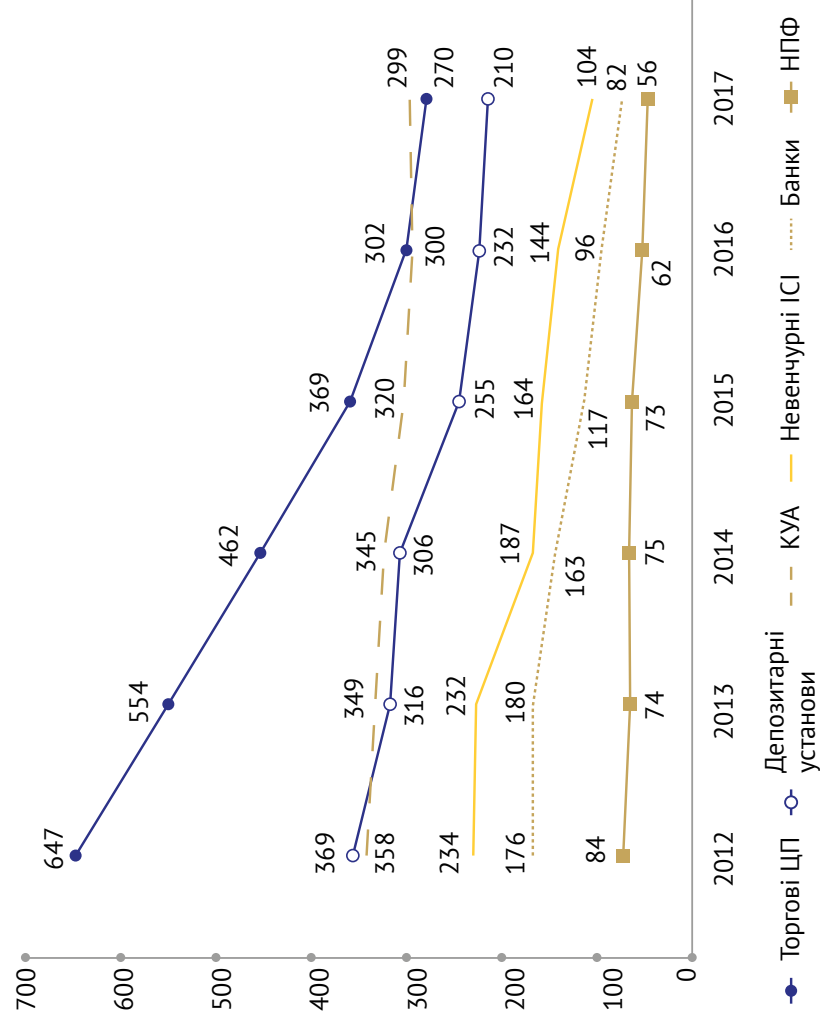
Глава 1, § 3. Рис. 1.5. Частка активів фінансових інститутів до ВВП в Україні та світі у 2017 р., %



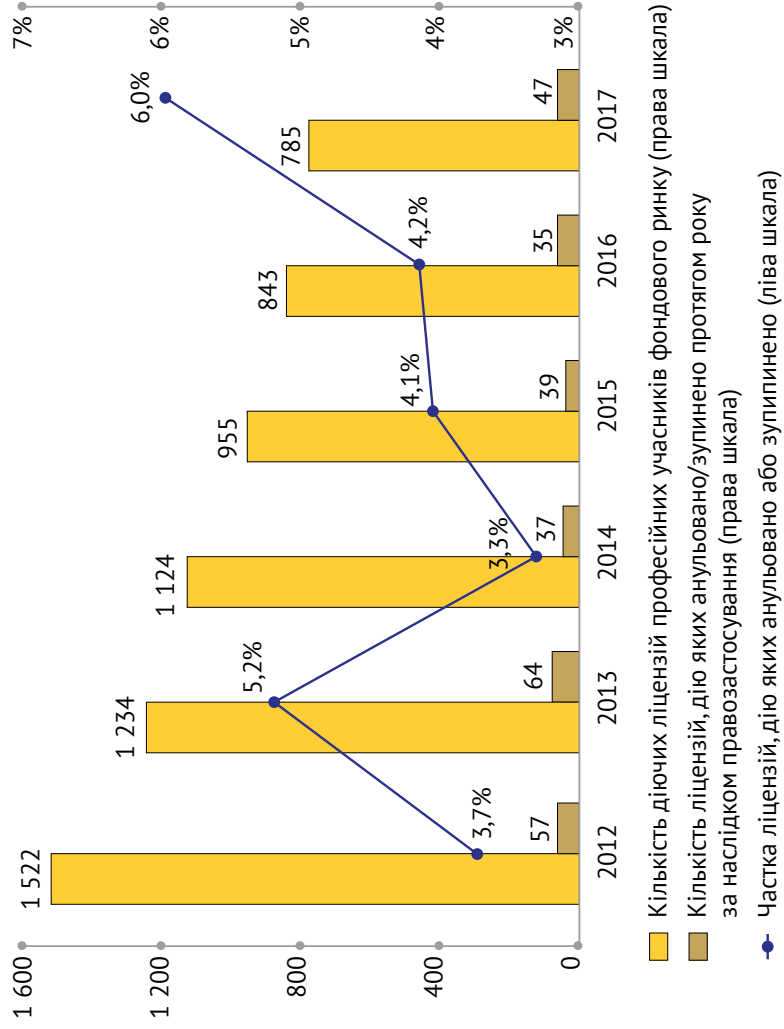
Глава 1, § 3. Рис. 1.6. Структура інвестиційних портфельів фінансових інститутів в Україні на 01.01.2018 р., %



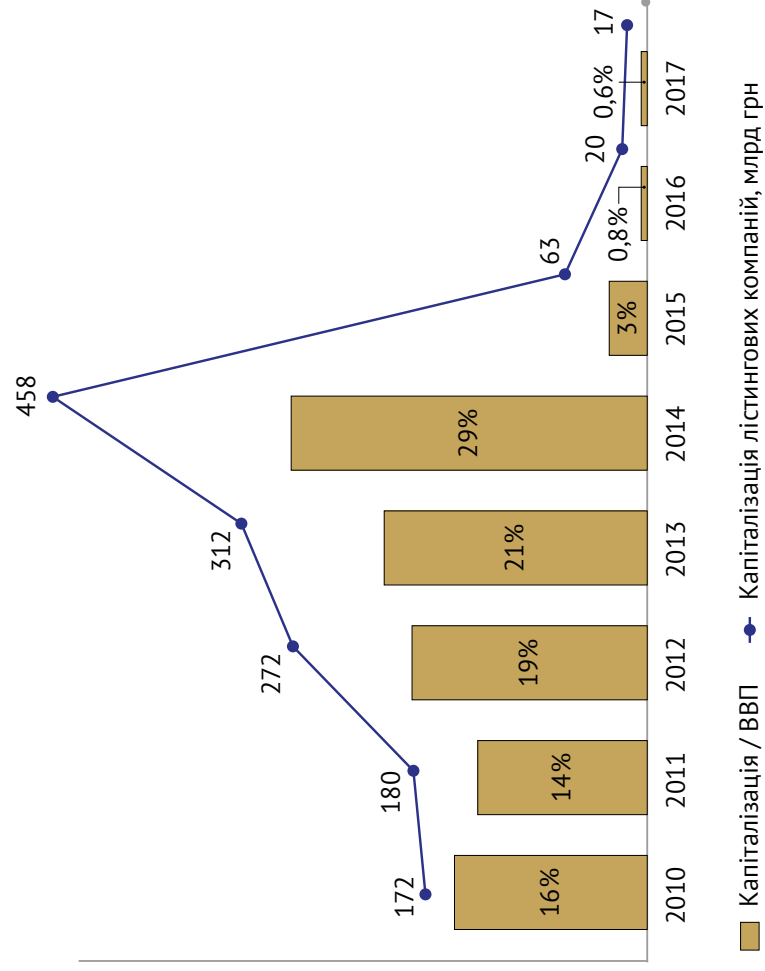
Глава 1, § 3. Рис. 1.7. Кількість акціонерних товариств в Україні у 2012–2017 рр.



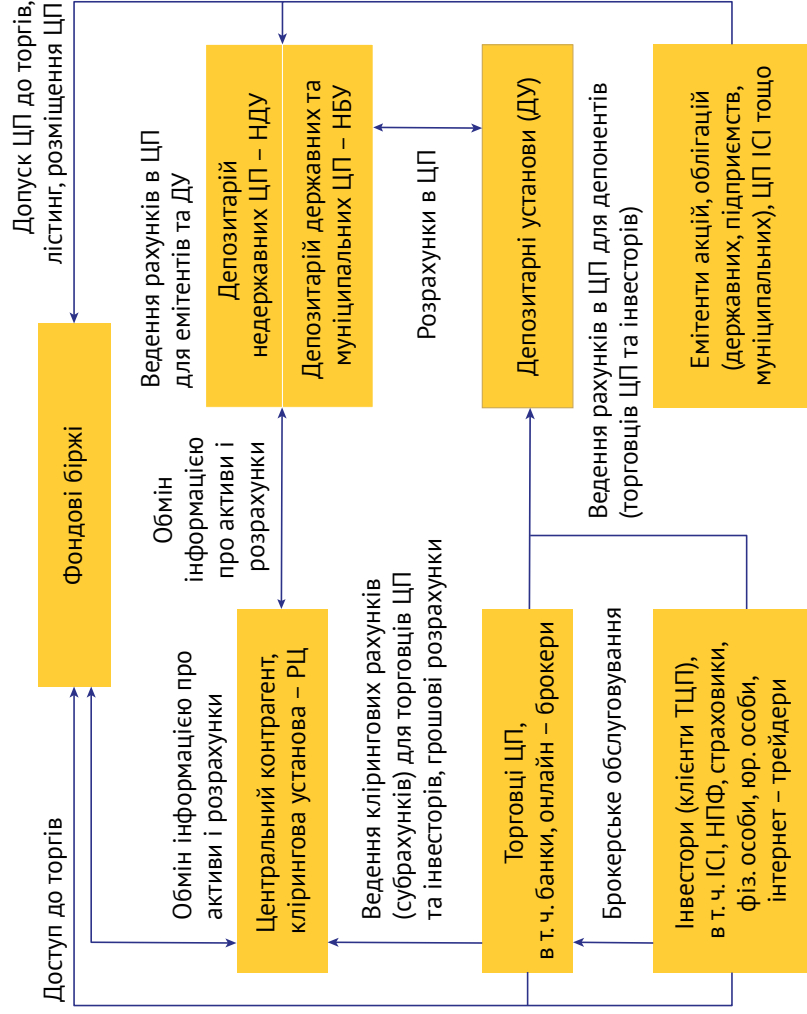
Глава 1, § 3. Рис. 1.8. Кількість учасників фондового ринку у 2012–2017 рр.



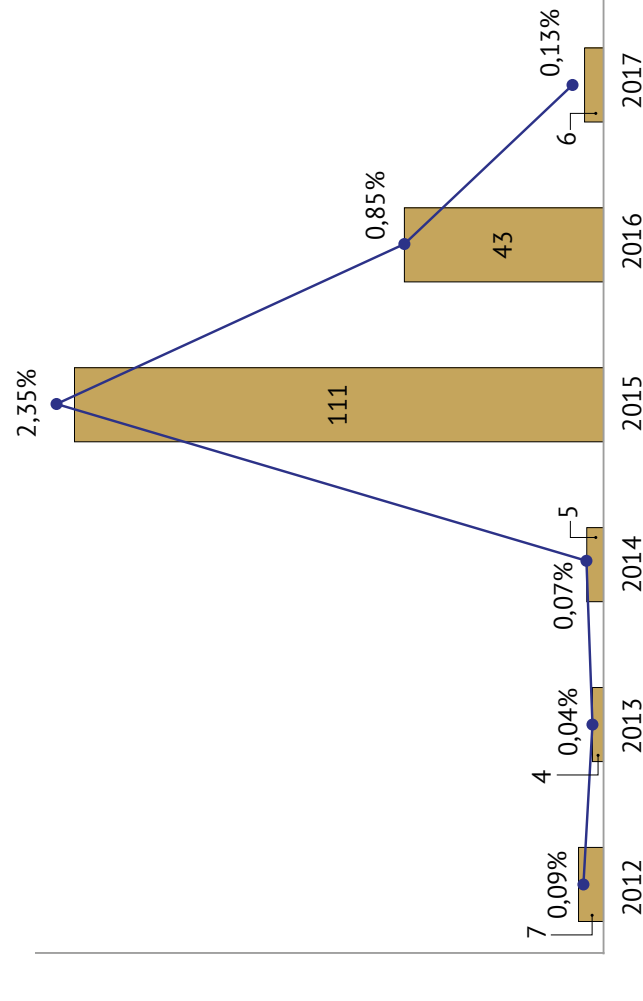
Глава 1, § 3. Рис. 1.9. Частка ліцензій, дію яких анульовано або зупинено за наслідками правозастосування, у 2012–2017 рр.



Глава 1, § 3. Рис. 1.10. Капіталізація лістингових акцій в Україні у 2010–2017 рр.

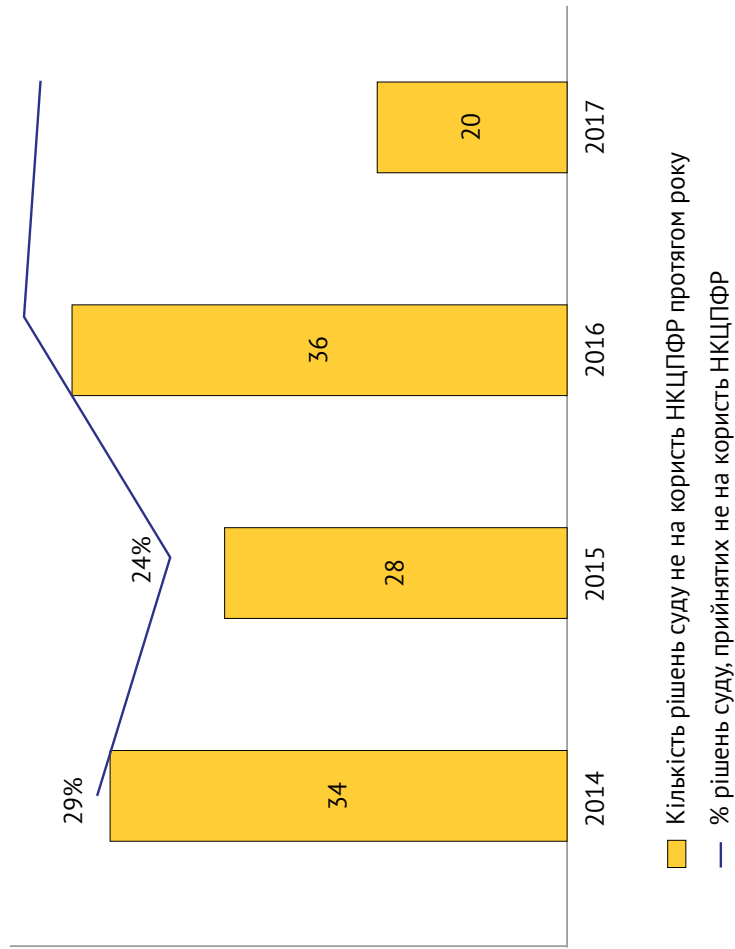


Глава 1, § 3. Рис. 1.11. Інфраструктура біржових торгів цінними паперами в Україні

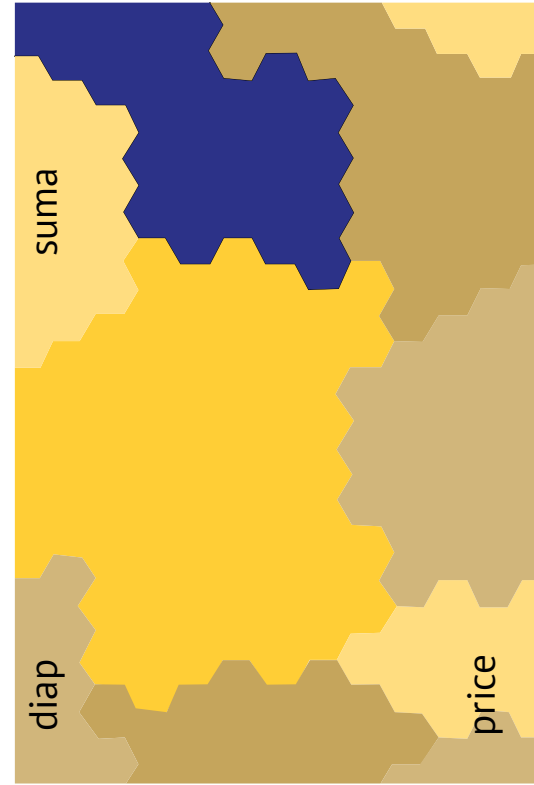


■ Порушено справ за маніпулювання цінами ● % від загальної кількості справ

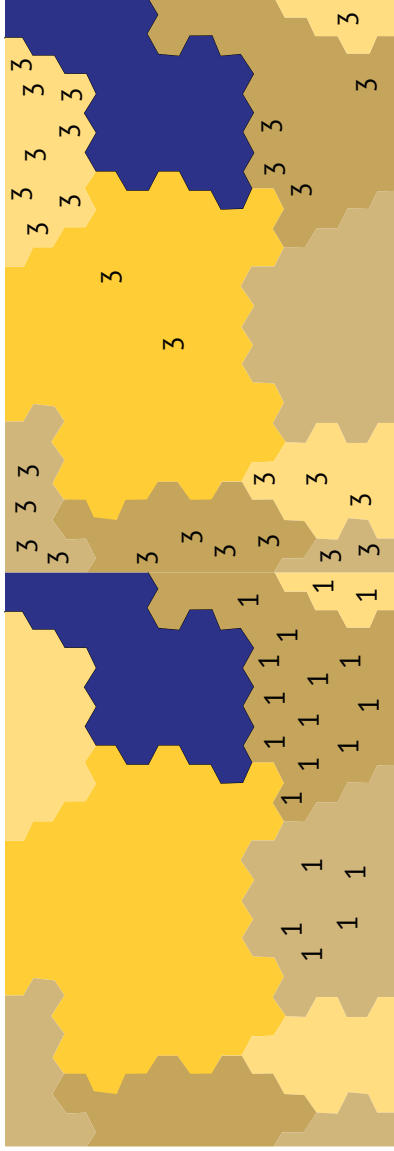
Глава 2, § 6. Рис. 2.1. Динаміка порушення НКЦПФР справ за маніпулювання на фондовому ринку у 2013–2017 рр.



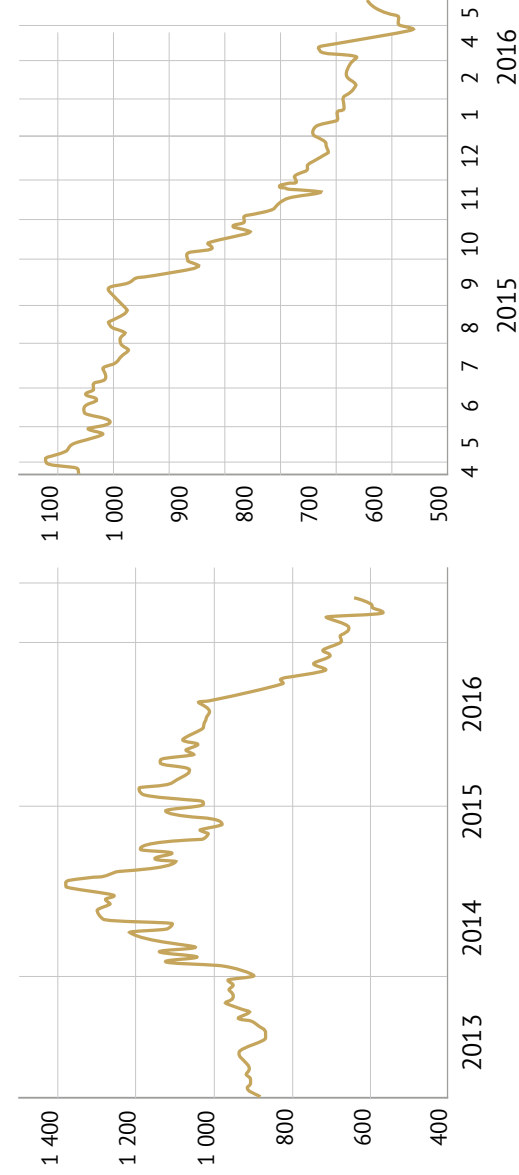
Глава 2, § 6. Рис. 2.2. Рішення судів за справами за участі НКЦПФР у 2014–2017 рр.



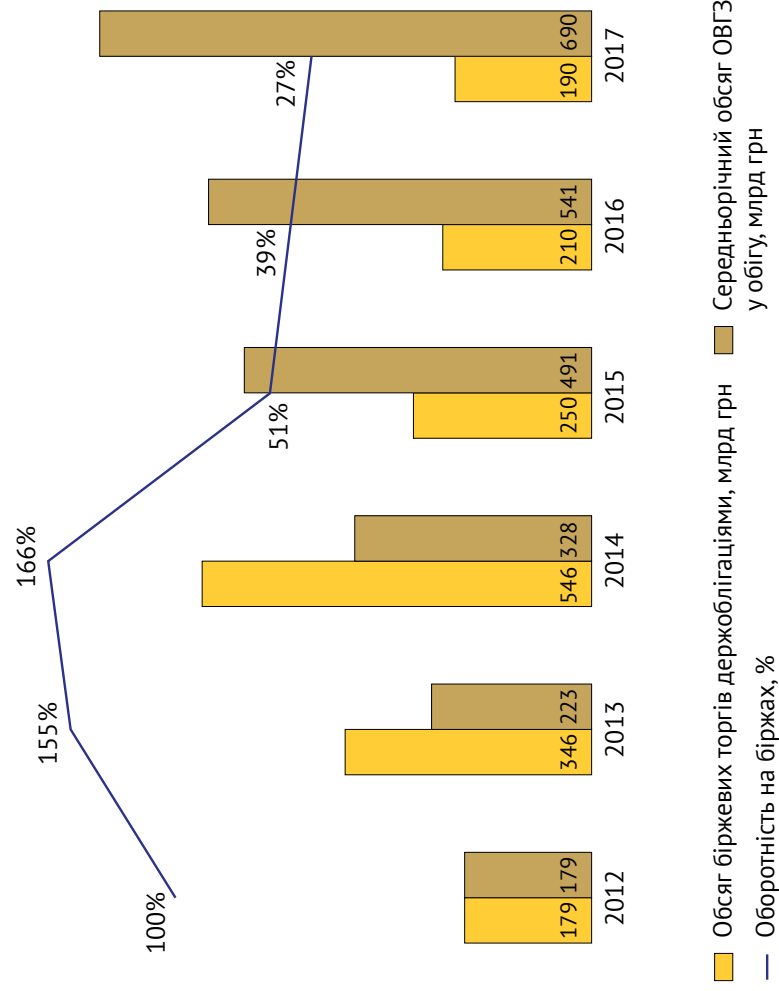
Глава 3, § 4. Рис. 3.1. Загальний вигляд карти Кохонена за даними торгів ОВДП



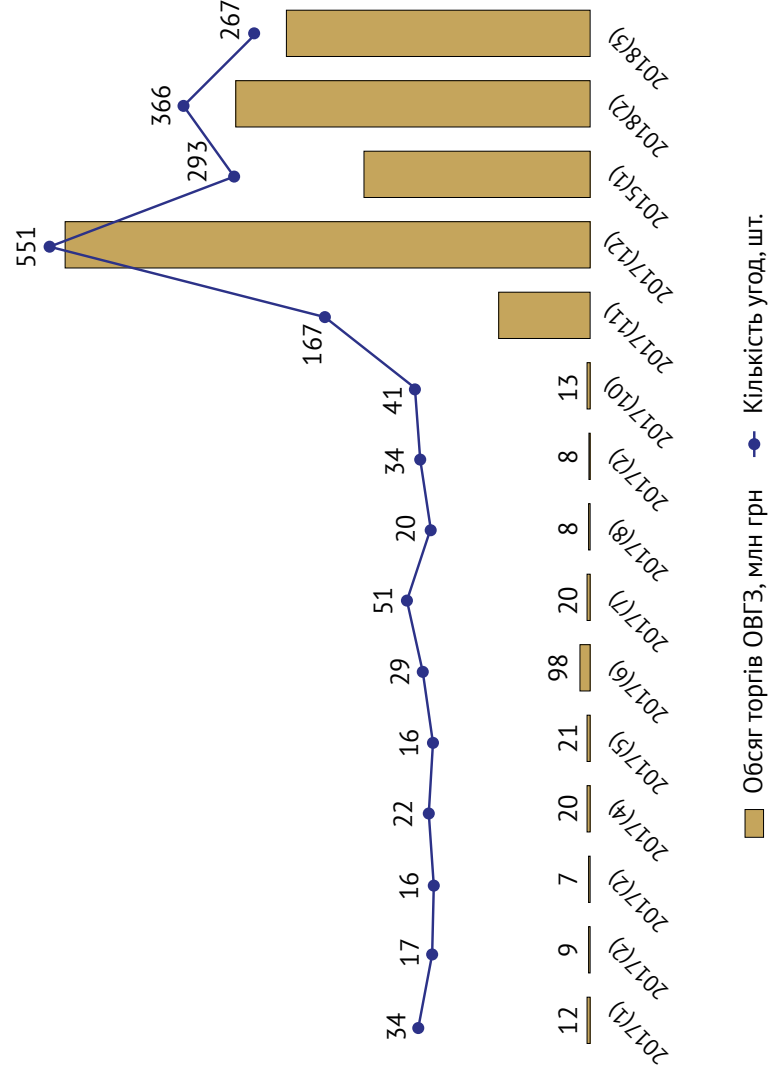
Глава 3, § 4. Рис. 3.2. Порівняння розподілу угод Біржі 1 та Біржі 3 на карті Кохонена за даними торгів ОВДП



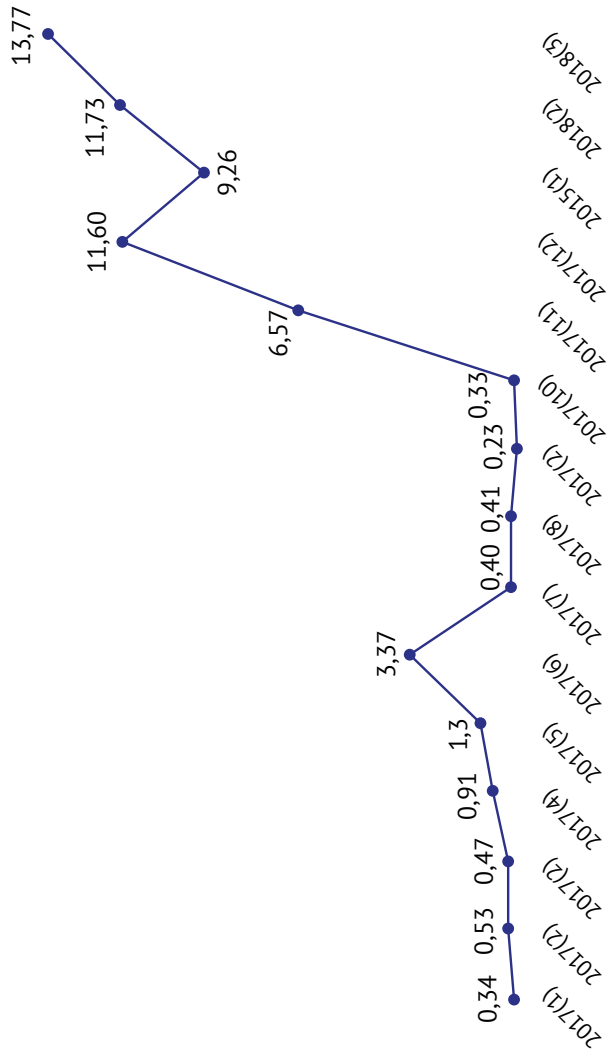
Додаток 2. Рис. Д.1. Динаміка індексу Української біржі



Додаток 3. Рис. Д.2. Ліквідність обігу ОВДП на біржовому ринку України за 2012-2017 рр.

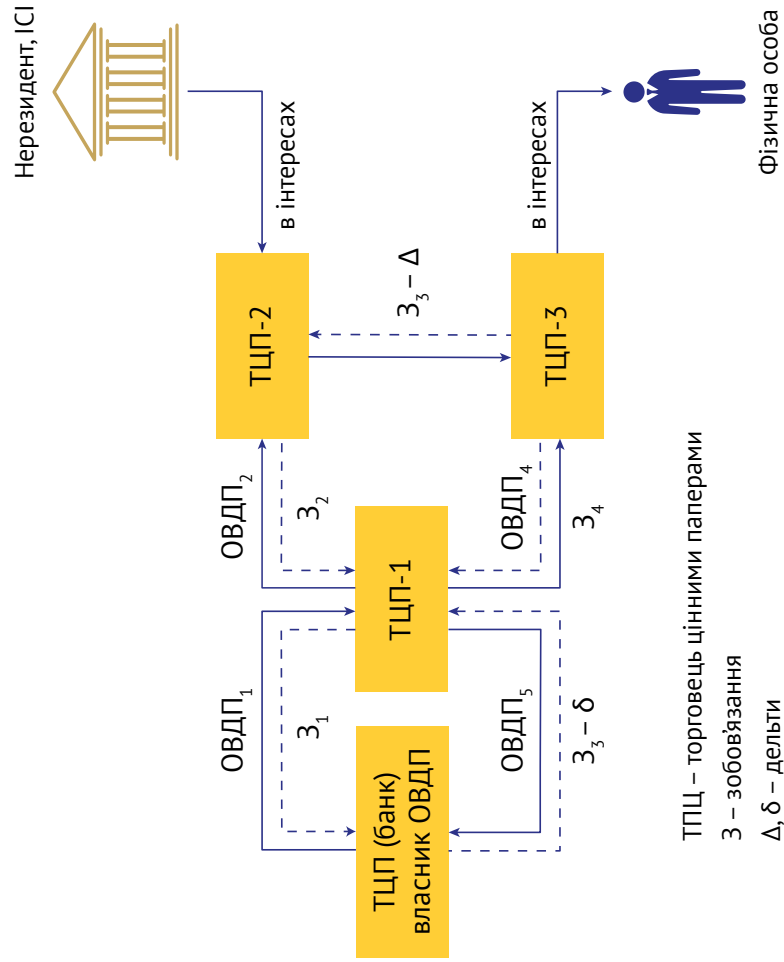


Додаток 3. Рис. Д.3. Параметри торгів ОВДП на АГ «Українська біржа» за 01.01.2017 р. – 31.03.2018 р.



● Середня сума угоди, млн грн

Додаток 3. Рис. Д.4. Середня сума угод з ОВДП на АТ «Українська біржа» за 01.01.2017 р. – 31.03.2018 р.



Додаток 3. Рис. Д.5. Умовна схема біржових угод з ОВДП для легалізації доходів фізичними особами

НАУКОВЕ ВИДАННЯ

ЗЛОВЖИВАННЯ НА РИНКУ КАПІТАЛІВ:

ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ АСПЕКТИ

За редакцією О. Г. Кошового,
доктора юридичних наук, професора В. М. Тертишника
та доктора економічних наук, професора Н. М. Шелудько
Ідея О. Г. Кошового

Відповідальна за випуск Оксана Нечай
Літературний редактор Ганна Городня
Перекладач з англійської Катерина Ануфрієва
Коректор Олег Андрішко
Дизайнер Олександра Нечай

ЛІРА

ВИДАВНИЦТВО
ДРУКАРНЯ
— ДНІПРО —

lira.dp.ua | dnipro.lira@gmail.com



9 789669 812407

Підписано до друку 10.10.2019.
Формат 60х90 1/16. Папір Munken Pure.
Ум. друк. арк. 33. Тираж 500 прим.
Замовлення № 263.

Видавництво та друкарня ПП «ЛІРА ЛТД».
вул. Наукова, 5, м. Дніпро, 49107.
Свідоцтво про внесення суб'єкта
видавничої справи до Державного
реєстру видавців, виготовлювачів
розповсюджувачів видавничої продукції
ДК № 6042 від 26.02.2018.