

# ЗЛОВЖИВАННЯ НА РИНКУ КАПІТАЛІВ



**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 у вітчизняній 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

## З М І С Т

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**

<b>§ 1. Злочини на фондовому ринку: адекватність чинних кримінально-правових норм суспільно-економічним реаліям . . . . .</b>	<b>137</b>
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 <sup>2</sup> . Порушення порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів . . . . .	150
2.1.5. Злочини в депозитарній системі . . . . .	152
2.1.6. Стаття 223 <sup>1</sup> . Підроблення документів, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів . . . . .	158
2.1.7. Стаття 232 <sup>2</sup> . Приховування інформації про діяльність емітента . . . . .	160

2.1.8. Спеціальні прояви шахрайства саме на фондовому ринку (статті 222 <sup>1</sup> , 232 <sup>1</sup> ККУ).....	162
<b>§ 2. Виникнення та еволюція в законодавстві України інститутів відповідальності за зловживання на фондовому ринку .....</b>	<b>163</b>
<b>§ 3. Законодавчий підхід до визначення маніпулювання на фондовому ринку (стаття 10<sup>1</sup> Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»).....</b>	<b>183</b>
<b>§ 4. Терміни та поняття, що використовуються в статті 10<sup>1</sup> Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».....</b>	<b>187</b>
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 склалася 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
<b>§ 5. Декомпозиція сценаріїв маніпулювання .....</b>	<b>218</b>
2.5.1. Сценарій маніпулювання 1: пункт 1 статті 10 <sup>1</sup> .....	219
2.5.2. Сценарій маніпулювання 2: пункт 2 статті 10 <sup>1</sup> .....	220
2.5.3. Сценарій маніпулювання 3: пункт 3 статті 10 <sup>1</sup> .....	221
2.5.4. Сценарій маніпулювання 4: пункт 4 статті 10 <sup>1</sup> .....	222
2.5.5. Сценарій маніпулювання 5: пункт 5 статті 10 <sup>1</sup> .....	223
2.5.6. Сценарій маніпулювання 6: пункт 6 статті 10 <sup>1</sup> .....	224
2.5.7. Сценарій маніпулювання 7: пункт 7 статті 10 <sup>1</sup> .....	225

2.5.8. Сценарій маніпулювання 8: пункт 8 статті 10 <sup>1</sup> . . . . .	227
2.5.9. Можливі ознаки маніпулювання. . . . .	228
<b>§ 6. Маніпулювання на фондовому ринку.</b>	
<b>Науково-практичний коментар . . . . .</b>	<b>230</b>
2.6.1. Стаття 222 <sup>1</sup> . Маніпулювання на фондовому ринку (ККУ). Методика розслідування злочину . . . . .	230
2.6.2. Стаття 163 <sup>8</sup> . 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
<b>§ 7. Незаконне використання інсайдерської інформації. Науково-практичний коментар . . . . .</b>	<b>266</b>
2.7.1. Стаття 232 <sup>1</sup> . Незаконне використання інсайдерської інформації (ККУ). Методика розслідування злочину. . . . .	266
2.7.2. Стаття 163 <sup>9</sup> . 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
<b>§ 8. Доктринальна та правова якість інститутів кримінального права, пов'язаних із застосуванням відповідальності за зловживання на ринках капіталів в Україні. . . . .</b>	<b>285</b>
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 .....307**

<b>§ 1. Наявна модель виявлення ознак маніпулювання ринком: основні характеристики та концептуальні прогалини. ....</b>	<b>308</b>
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 цінкових 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
<b>§ 2. Фондовий ринок як спеціальний об'єкт дослідження судової експертизи. ....</b>	<b>325</b>
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
<b>§ 3. Виявлення дій, що є маніпулюванням на ринку: сучасна практика США та ЄС .....</b>	<b>338</b>
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
<b>§ 4. Виявлення ознак маніпулювання ринком в Україні: узагальнення, можливі підходи та перспективний інструментарій .....</b>	<b>352</b>
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
<b>ГЛАВА 4. ACQUIS ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ ЩОДО ЗЛОВЖИВАНЬ НА РИНКАХ КАПІТАЛІВ .....</b>	<b>366</b>
<b>§ 1. Законодавство Європейського Союзу про кримінальні санкції за зловживання на ринку капіталів .....</b>	<b>366</b>
<b>§ 2. Захист ринку капіталів від зловживань у Польщі: проблеми імплементації законодавства ЄС .....</b>	<b>373</b>
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

<b>ГЛАВА 5. МОДЕЛЬ КРИМІНАЛЬНО-ПРАВОВОЇ ВІДПОВІДАЛЬНОСТІ ЗА ЗЛОВЖИВАННЯ НА РИНКУ. ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО ЗАКОНОДАВСТВА.....</b>	<b>396</b>
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