

**Кошовий О. Г.,***адвокат, аспірант кафедри адміністративного та кримінального права  
Дніпровського національного університету імені Олеся Гончара*

## **ПРОБЛЕМИ ЗАСТОСУВАННЯ КРИМІНАЛЬНО-ПРАВОВОЇ ВІДПОВІДАЛЬНОСТІ ЗА МАНІПУЛЮВАННЯ НА ОРГАНІЗОВАНИХ РИНКАХ В УМОВАХ ДИСФУНКЦІЇ РИНКУ**

### **PROBLEMS OF APPLICATION OF CRIMINAL LIABILITY FOR MANIPULATION OF THE ORGANISED MARKETS IN THE CONTEXT OF MARKET DYSFUNCTION**

У статті виявлено та проаналізовано фактори, що мають значення для правильної кваліфікації злочину, передбаченого ст. 222<sup>1</sup> Кримінального кодексу України «Маніпулювання на організованих ринках», зокрема проаналізовані ті аспекти ринкового середовища, статистичні дані та обставини, що впливають на визначення справедливої конкурентної ринкової ціни та загалом проблематику ціноутворення щодо фінансових інструментів в процесі обігу на організованому ринку, як складову об'єкту захисту в структурі складу злочину. Автор акцентує увагу на мінливості, неактивному стані, нерозвиненості ринку як дієвих аспектах впливу на ринкове ціноутворення, за яких унеможливується або нівелюється саме твердження про наявність ринкової ціни, визначеної на організованому ринку, як складової об'єкту захисту, та можливим стає маргіналізація самої заборонної норми ст. 222<sup>1</sup> Кримінального кодексу України. При аналізі факторів впливу на ціноутворення аргументовано важливість ретельного вивчення та з'ясування обставин, які впливають на процес ціноутворення на фінансові інструменти на організованому ринку з метою недопущення формального підходу в процесі здійснення кваліфікації. Досліджено законодавчі, інституційні та ринкові причини, що обумовлюють існуючі проблеми кваліфікації, серед яких, зокрема, мінливий, неактивний та нерозвинений ринок, його сегменти тощо, проаналізовано зміни до законодавства, яким врегульовано діяльність ринків капіталу та передбачено відповідальність за зловживання ринком в ретроспективі та динаміці імплементації норм законодавства Європейського Союзу, якість цих законодавчих змін, релевантну стану ринку специфіку ринкових факторів, що мають значення для кваліфікації діяння за ст. 222<sup>1</sup> Кримінального кодексу України. В статті сформульовано та запропоновано поняття дисфункції ринку щодо ціноутворення як негативної умови притягнення до відповідальності, запропоновані шляхи вирішення проблеми дисфункції ринку щодо ціноутворення на фінансові інструменти в процесі обігу на організованому ринку. При цьому сфокусовано увагу на чинниках, які досі не були предметом дослідження – обставинах наявності/відсутності активного та розвиненого ринку, ролі експертного забезпечення, значення правової визначеності щодо самого поняття злочину, передбаченого ст. 222<sup>1</sup> Кримінального кодексу України, з точки зору правозастосування.

**Ключові слова:** маніпулювання, організований ринок капіталу, дисфункція ринку, ціноутворення, законодавство ЄС, механізм, правова визначеність, протидія зловживанням, об'єкт, експертне забезпечення.

The article identifies and analyses the factors which are relevant for the correct qualification of the crime under Article 222<sup>1</sup> of the Criminal Code of Ukraine "Manipulation of Organised Markets", in particular, the aspects of the market environment, statistical data and circumstances which affect the determination of a fair competitive market price and, in general, the issues of pricing of financial instruments in the course of circulation on an organised market as a component of the object of protection in the structure of the crime. The author focuses on the variability, inactive state, and underdevelopment of the market as effective aspects of influence on market pricing, which make it impossible or even level out to assert the existence of a market price determined on an organised market as a component of the object of protection, and make it possible to marginalise the prohibitory provision of Article 222<sup>1</sup> of the Criminal Code of Ukraine. When analysing the factors influencing pricing, the author argues that it is important to carefully study and clarify the circumstances which affect the process of pricing of financial instruments in an organised market in order to prevent a formal approach in the process of qualification. The author examines the legislative, institutional and market reasons which cause the existing problems of qualification, including, in particular, a changeable, inactive and underdeveloped market, its segments, etc. The author analyses the changes to the legislation which regulates the activities of capital markets and provides for liability for market abuse in retrospect and the dynamics of implementation of the acquis EU, the quality of these legislative changes, the market-specific factors relevant to the market conditions which are relevant

for qualification of an act under Article 222<sup>1</sup> of the Criminal Code of Ukraine. The article formulates and proposes the concept of market dysfunction in relation to pricing as a negative condition for bringing to liability, and suggests the ways to address the problem of market dysfunction in relation to pricing of financial instruments in the course of circulation on an organised market. At the same time, the author focuses on the factors which have not yet been the subject of research - the circumstances of the presence/absence of an active and developed market, the role of expert support, and the importance of legal certainty regarding the very concept of the crime under Article 222<sup>1</sup> of the Criminal Code of Ukraine from the point of view of law enforcement.

**Key words:** *manipulation, organised capital market, market dysfunction, pricing, acquis EU, mechanism, legal certainty, counteraction to abuse, object, expert support.*

**Вступ та постановка проблеми.** Відновлення України від наслідків війни має спиратися не лише на фінансовий ресурс, який надходитиме в якості допомоги, цільового фінансування, пожертв, благодійних внесків тощо. Загалом ринкова економіка має достатньо інструментарію для відновлення ресурсу, розвитку та зростання в умовах вільної конкуренції. Одним з інститутів ринкової економіки, що дозволяє залучати капітал та забезпечує його ефективне використання є організований ринок капіталу. Справно працюючий ринок капіталу в сучасних умовах є можливим лише за умови ефективної протидії різного роду зловживанням та маніпулюванню ринком. Водночас, українські ринки капіталу на сьогоднішній день, на жаль, не є майданчиком залучення коштів в економіку країни, зокрема, не забезпечують залучення інвестицій шляхом купівлі акцій компаній.

Низька ліквідність фінансових інструментів в процесі обміну на організованому ринку є одним з факторів відсутності інтересу до ринку, затримки його розвитку. Разом з тим саме фактор низької ліквідності в аспекті захисту справедливого ринкового ціноутворення є недооціненим в механізмі захисту ринку від маніпулювання.

Хоча фактори, що впливають на справедливе ціноутворення є різними, важливим є відрізнити штучний вплив на ціну від взаємозв'язку з іншими ринковими викривленнями, розладом функцій тощо, що навпаки можуть обумовлювати відсутність впливу на ціну. Своєчасна правильна кваліфікація дій дозволить виокремити дії, що підлягатимуть кваліфікації саме за статтею Кримінального кодексу, яка забороняє маніпулювання, від інших складів злочинів або не провадити незаконне досудове розслідування за відсутності події чи складу злочину.

Зважаючи на певну правову невизначеність поняття маніпулювання в тому вигляді, як воно сформульовано в ст. 222<sup>1</sup> Кримінально-

го кодексу України «Маніпулювання на організованих ринках» [1], питання щодо визначення взаємозв'язку стану ринку з цінами на фінансові інструменти є питанням, пов'язаним з формулою чинного закону.

Імплементация законодавства Європейського Союзу [3] обумовила наявність чинної редакції ст.222<sup>1</sup> Кримінального кодексу України. Водночас з'ясування аспектів кримінально-правового захисту ринку від маніпулювання, яке є окремою формою забороненої поведінки, вказує на деякі недоліки у порівнянні з імплементованою нормою законодавства ЄС, що стоять на перешкоді правозастосуванню. Насамперед мають бути уточнені та з'ясовані ті аспекти визначення та відповідної кваліфікації поведінки як забороненої, що знаходяться в кореляції з усім механізмом притягнення до відповідальності за маніпулювання ринком з урахуванням принципу правової визначеності кримінально-правового закону. Це стосується як форми кримінально-правової норми, так і змістового її наповнення та взаємозв'язку елементів в середині механізму притягнення до відповідальності.

**Метою цієї роботи** є на підставі аналізу даних окреслити риси обов'язкових елементів в механізмі притягнення до відповідальності за маніпулювання ринком. Зокрема, аргументувати необхідність розв'язання питання наявності феномену ринкового ціноутворення на організованому ринку при відповідному правозастосуванні, а також при безпосередній оцінці справедливої ринкової ціни на цьому ж ринку з точки зору штучного керованого впливу на її об'єктивні та ринкові показники, запропонувати відповідні підходи. В цьому аспекті на нашу думку сьогодні недооціненою з точки зору правозастосування при маніпулюванні ринком стає дисфункція ринку щодо ціноутворення як той фактор, що

має прямий вплив на визначення всіх складових об'єкту захисту – ринкового ціноутворення – та, в деяких випадках, може обумовлювати відсутність об'єкту захисту, що своєю чергою впливатиме на правильну кваліфікацію дій.

**Стан дослідження.** Різним аспектам протидії маніпулюванню ринком присвячені роботи таких науковців Е. Herlin-Karnell, Р. Puri, А. Włachnio-Parzych, N. Ryder, Д. Каменський, Р. Волинець, О. Дудоров, В. Тертишник деяких інших. Питання вивчається в динаміці змін до законодавства як України, так і, зокрема, Європейського Союзу.

Слід зазначити, що в українській науковій літературі механізм протидії маніпулюванню в аспекті правової визначеності поняття, яке забороняє маніпулювати, розглянуті недостатньо детально для того, щоб виключити помилки при правозастосуванні. Не з'ясовано та не досліджено безпосередні фактори впливу на ціноутворення в процесі обігу на організованому ринковій як складову об'єкту захисту, відсутні обґрунтовані пропозиції щодо вирішення проблематики захисту ринку за наявності дисфункції ринку щодо ціноутворення на фінансові інструменти на організованому ринку.

**Виклад основного матеріалу.** Розвиток (занепад) ринків, рівень активності в тих чи інших сегментах ринку або в цілому (а), перманентний стан реформування законодавства (b), впровадження нових технологічних підходів та інструментів (с), зрештою зміни в етиці ринків капіталу [2], (d) – всі ці чинники впливають на різні аспекти діяльності ринків. Якість законодавства, кількість актів, нові інституції або нові функції існуючих інституцій, кризи інструментів та економічні кризи – всі ці фактори можуть в тій чи іншій мірі чинити вплив на практичні аспекти правозастосування.

Та, як ми добре знаємо, організований (регульований) ринок не може працювати без інституційно обумовленого захисту ринку від зловживань різного виду. Для цього створюються законодавчі приписи, інституції, фільтри тощо. Особливе значення має сфера правозастосування та обставини, які мають значення для правильної кваліфікації діяння. Організований ринок капіталу є вочевидь складною формою з існуванням багатьох елементів впливу на ринкову ціну. Деякі з них

відомі заздалегідь, певні визначаються за допомогою спеціального знання, але є фактори та елементи, які не є очевидними, водночас мають прямий зв'язок з діянням та можуть обумовити відсутність в діях особи кримінально караного діяння попри наявні формальні ознаки. До таких слід ставитися особливо уважно, мати уявлення про їх значення при правозастосуванні в конкретних випадках.

На нашу думку одним з таких елементів, що безпосередньо впливають на віднесення тієї чи іншої дії до об'єктивної сторони складу злочину, є функціональний розлад ринкових механізмів, який може заважати визначенню справедливої ціни на фінансові інструменти в процесі обігу на організованому ринковій з застосуванням механізмів цього організованого ринку. Водночас сепарація обставин, що а) реально впливають на ціну, від тих, що б) на ціну не впливають, має здійснюватися за правилами, які встановлені: а) або безпосередньо на законодавчому рівні, б) або у спосіб, передбачений законодавством.

Український законодавець нещодавно спробував [3] імплементувати європейські норми щодо кваліфікації маніпулювання. Водночас спостерігається неповнота імплементатії (відсутність індикаторів): фрагментарний характер імплементатії призвів, з одного боку, до розриву і форми, і змісту норми про маніпулювання на тлі відсутності критеріїв (індикаторів), та, з іншого боку, до встановлення в українському законодавстві (на відміну від європейського) вичерпного переліку релевантних сценаріїв, що не дозволяє розглянути жодний вчинок за суттю, змістом, а лише – за формою.

Так, в українському законодавстві було викладено лише виключний перелік ознак (індикаторів) маніпулювання без узагальнюючого правила, рис, ознак такого явища як маніпулювання загалом.

Основним фактором, що дозволяє відрізнити маніпулювання ринком, тобто умисний штучний контроль за ціною інструменту, від інших ринкових факторів, є наявність справедливої ринкової ціни, на зміну якої, власне, і направлені шахрайські дії з маніпулювання.

На нашу думку спроба пояснити поняття маніпулювання без розкриття поняття справедливої ціни є помилковою.

Загальним питанням українського та європейського законодавства є визначення ознак, за якими ціна на будь-який фінансовий інструмент стає об'єктивною (ринково визначеною). Це продукує певний конфлікт при кваліфікації наявності такого протиправного діяння як маніпулювання, оскільки маніпулювання (це безпосередньо впливає з визнання цього явища) можливе лише за наявності на ринку об'єктивної (ринково визначеної) ціни. Навпаки - невизначеність, особливо на нерозвинутих ринках, дозволяє різні (іноді формальні) застосування індикаторів маніпулювання всупереч змісту заборони – тільки відносно шахрайських дій та омані.

Відсутність права регулятора або суду на інтерпретацію кримінального закону (внаслідок відсутності точності такого закону) входить всупереч з необхідністю його уточнення в кожному конкретному випадку, обумовлену плямами в законодавстві.

Отже, Україна спробувала імплементувати норми про маніпулювання, але при цьому було втрачено невиключний перелік випадків, які можуть визначатися за окремо сформульованим правилом маніпулювання. Відповідно – було втрачено можливість кваліфікувати дії, які фактично є маніпулюванням, але не входять до переліку, і навпаки – висувати вимоги до дій, які за формою хоча й підпадають під ознаки маніпулювання, але з огляду на інші ринкові фактори (відсутність активного ринку, наприклад) не можуть та не мають розглядатися як маніпулювання.

Отже здійснюючи дане дослідження на основі чинного законодавства та з урахуванням можливості його вдосконалення виконаємо аналіз факторів, що впливають на визначення справедливої ціни на фінансові інструменти в процесі їхнього обміну на організованому ринку.

Маніпулювання ринком як заборонена та криміналізована форма поведінки є одним із різновидів зловживань, яким мають опікуватися відповідні інституції за встановленими протоколами правозастосування. З іншого боку - маніпулювання ринком як склад злочину і в законодавстві ЄС [4], і в законодавстві України [1] описаний здебільшого у позитивістській традиції. Так би мовити, шляхом детального опису релевантних сценаріїв заборонених форм поведінки. Проте наявність ринкового ціноутворення в кожному випадку ніби розуміється, ніби цей фактор закладено – апріорі як до механізму притягнення до відповідальності, так і до змісту правової норми про відповідальність.

Безпосередньо забороненою нормою поведінки в законодавстві України є норма ст. 222<sup>1</sup> Кримінального кодексу України «Маніпулювання на організованих ринках», вона за задумом законодавця через бланкетний характер містить опис релевантних сценаріїв, за яких має відбуватися правозастосування. Самі сценарії за задумом законодавця описані в окремому законі, яким розуміється (але це не зазначено в кримінально-правовій нормі) Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [13].

Необхідна ремарка полягає в тому, щоб зазначити, що хоча формальна логіка ст. 222<sup>1</sup> КК України передбачає певні релевантні сценарії, їх вичерпний перелік, але ця логіка водночас має суттєву хибу через відсутність узагальнюючого правила забороненої поведінки поза конкретними релевантними сценаріями, список яких є вичерпним. Для порівняння, наприклад, в США, на рівні прецеденту, використано таке: «Маніпулювання ринком у різних його проявах є неявним штучним стимулом, що застосовується до ринкових цін (або іноді гальмує їх), силою, яка спотворює ці ціни, фактором, який перешкоджає визначенню цих цін лише шляхом вільної конкуренції» [5]. Натомість, у Регламенті №596/2014 [4] окрім зазначення невичерпного переліку релевантних сценаріїв, у параграфі 3 ст. 12 передбачається можливість існування «невичерпного переліку індикаторів, які стосуються хибних чи оманливих сигналів і фіксування цін». І ключовими ознаками забороненої поведінки, через які ми можемо прокласти логіку подальшого правозастосування, в даному випадку є узагальнюючий характер дій – «хибні чи оманливі», «направлені на фіксування цін». Втім це питання є окремим та підлягає розв'язанню окремо. Говоримо про це, адже точність закону в даному випадку, на нашу думку, є однією зі складових функціоналу механізму притягнення до відповідальності, а обмежений інструментарій виправлення «білих плям» у законодавстві (без можливості

створення прецедентів) спонукає до точності закону в європейських країнах від самого початку затвердження цих законів.

Отже, скеровуючи погляд до головного питання, зазначимо, що фокус уваги при захисті від маніпулювання стосується феномену ціноутворення, ключовим об'єктом захисту якого своєю чергою, на думку європейського законодавця, є хибні чи оманливі сигнали (дії) щодо фіксування ціноутворення, а перелік їх не є вичерпним.

В аспекті нашого дослідження ми виходимо з того, що фактичне існування (належне функціонування) ринку можна констатувати лише у разі наявності усього спектру складових – широкого кола суб'єктів (емітентів та інвесторів), що зацікавлені у залученні та розміщенні капіталу, та ретельного впорядкування відносин між ними завдяки правилам та інфраструктурі ринку – для забезпечення руху капіталу у вигляді прийнятних фінансових інструментів за ринковою ціною.

Підкреслимо, що ринок здатний сформувавши об'єктивну (справедливу) вартість фінансових інструментів лише у разі їхнього ліквідного обігу, за наявності реального попиту та балансу інтересів основних учасників ринку, за умови чітких ринкових правил та ефективності інфраструктури.

У разі, якщо такі фактори відсутні відбувається фисфункція ринку, одним із проявів якої є невиконання такої ключової функції як конкурентне ціноутворення. У зв'язку з цим розглянемо стан ринку капіталу в Україні на предмет його належного функціонування.

Формально в Україні *начебто* є все необхідне для належного функціонування ринків капіталу, забезпечення об'єктивного ціноутворення та протидії ринковим зловживанням.

**По-перше**, в Україні є чимало емітентів та інвесторів – діючих та потенційних.

Напередодні військового вторгнення Національний депозитарій обслуговував 11537 випусків цінних паперів [6], серед емітентів яких переважали: 1) акціонерні товариства – емітенти акцій (6 838 випусків, 59% за кількістю та 67% за номінальною вартістю випусків, депонованих в НДУ); 2) інститути спільного інвестування – емітенти акцій та інвестиційних сертифікатів корпоративних та

пайових інвестиційних фондів (2338 випусків, 20% та 25% відповідно); 3) емітенти корпоративних облігацій (1602 випуски, 14% та 7% відповідно). Отже, навіть зважаючи на те, що коло емітентів дещо менше за кількість випусків<sup>1</sup>, йдеться про *щонайменше 10 тис компаній-емітентів корпоративних цінних паперів*.

Водночас сукупна номінальна вартість цінних паперів цих 10 тис емітентів (1,89 трлн грн) істотно нижча за обсяг 200 випусків цінних паперів *1 державного емітента* – Міністерства фінансів (2,31 трлн. грн. за облігаціями внутрішніх та зовнішніх позик) [7].

За статистичними даними НКЦПФР [8], кількість рахунків власників цінних паперів у депозитарних установах все ще сягає 4,06 млн. шт. Але переважну більшість таких власників не можна вважати свідомими інвесторами, адже мільйони фізичних осіб стали акціонерами за наслідками ваучерної приватизації, та не змогли позбутися отриманих акцій за більш-менш адекватними цінами. Тим не менше, в Україні існують сотні юридичних осіб (переважно інституційних<sup>2</sup> та кваліфікованих<sup>3</sup> інвесторів), які регулярно укладають угоди для управління інвестиційними портфелями, та понад 150 тис індивідуальних інвесторів (фізичних осіб, переважно некваліфікованих інвесторів)<sup>4</sup>. Знов-таки, майже винятковим напрямом вкладень активних інвесторів наразі є держоблігації.

<sup>1</sup> Компанії можуть випускати одночасно і акції (іноді і прості, і привілейовані), і облігації (до того ж по декілька серій облігацій); компанії з управління активами можуть обслуговувати декілька пайових інвестиційних фондів та, відповідно, декілька випусків інвестиційних сертифікатів.

<sup>2</sup> Тобто інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, що здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок таких осіб (ч. 2 ст. 4 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»).

<sup>3</sup> Згідно ч. 2 ст. 4 та ст. 6 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», кваліфікованими є інвестори, які володіють вміннями, досвідом та знаннями в галузі ринків капіталу, достатніми для прийняття самостійних інвестиційних рішень та оцінки ризиків щодо вчинення правочинів. До кваліфікованих інвесторів віднесено: міжнародні фінансові організації, іноземні держави та центральні банки; Міністерство фінансів, НБУ; професійних учасників ринків капіталу, банки, страхові компанії; іноземні фінансові установи; юридичних осіб з істотними активами, доходами та капіталом. Інші інвестори є некваліфікованими. Окремі юридичні та фізичні особи можуть бути визнані кваліфікованими інвесторами за умови регулярності угод з фінансовими інструментами, наявності активів, досвіду операцій чи стажу роботи на ринках капіталу.

<sup>4</sup> За даними ПАТ «Розрахунковий центр», з 1 кварталу 2022 р. по 3 квартал 2023 р. загальна кількість унікальних інвесторів, зареєстрованих для торгів та розрахунків за цінними паперами, збільшилася у 6,6 разів (з 23944 до 158003), насамперед, за рахунок зростання кількості фізичних осіб, що придбають військові облігації. Тим не менше, це складає лише 0,4% доведеного населення.

*По-друге*, в Україні в обігу знаходиться чимало фінансових інструментів.

Як вже зазначалося, в Україні знаходиться в обігу понад 11 тис випусків тільки емісійних цінних паперів, значне коло неемісійних (зокрема, векселів) та деривативних контрактів, статистика щодо яких практично відсутня (через укладення майже винятково поза організованими ринками та відсутність торгового репозиторію). Отже, в інвесторів, начебто, є чимало можливостей для розміщення капіталу.

Натомість з цих тисяч випусків цінних паперів українських емітентів до торгівлі на організованих ринках на початку листопада 2023 р. допущено 395<sup>5</sup> – з явною перевагою державного інструментарію: 67 випусків акцій, 25 – цінних паперів інститутів спільного інвестування, 112 – корпоративних облігацій, 6 – облігацій місцевих позик, 179 – державних облігацій внутрішніх та зовнішніх позик. З огляду на активізацію допуску до торгів в Україні цінних паперів іноземних емітентів, кількість випусків іноземних акцій на фондових біржах України вже перевищила кількість акцій українських емітентів.

*По-третє*, в Україні існують розгалужена правова основа (правила) з урахуванням імплементації норм законодавства ЄС та інфраструктура ринків капіталу.

Кількість законів у сфері ринків капіталу, нормативно-правових актів регуляторів, правил та стандартів його професійних учасників (ліцензованих фінансових установ) постійно зростає. На час створення регулятора (1996 р.) законодавче оформлення ринків капіталу фактично обмежувалося законами «Про цінні папери та фондову біржу» [9] (профільним), «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [10], «Про господарські товариства» [11] (у т.ч. акціонерні) та «Про приватизацію майна державних підприємств» [12]. Наразі профільний Закон «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» містить прямі посилання на 4 Кодекси, 38 визначених у тексті Законів України, інші неконкретизовані законодавчі акти, міжнародні договори, директиви та регламенти ЄС, а також понад 100 посилань на повноваження НКЦПФР

щодо впорядкування законодавчих положень на рівні нормативно-правових актів. Відповідно до бази даних «Законодавство України» Верховної Ради України, з профільним законом з 1991 р. пов'язано 1184 правових документи (переважно чинних), які вносять зміни або містять взаємні посилання, зокрема 141 Закон України, 279 нормативно-правових актів НКЦПФР та 53 Постанови Правління НБУ [13].

Але всі перелічені показники фондового ринку України є суто формальними. Жодний із звичних показників ліквідності інструментів на розвинутих ринках (на кшталт допуску до біржових торгів, включення до лістингу, навіть, до індексного кошику бірж) зовсім не гарантує наявності реального попиту та пропозиції.

Частка випусків цінних паперів, за якими на фондових біржах України хоча б раз на рік фіксувалися угоди, становить лише 30–40%, тобто за переважною більшістю цінних паперів, наявних у біржових списках, відсутні передумови для ринкового ціноутворення. За окремими випусками державних облігацій дійсно фіксується торгова активність, але вона фрагментарна та лише періодична, хоча всі державні ЦП за законодавством є лістинговими.

*Низька ліквідність* більшості фінансових інструментів та *відсутність критеріїв активного ринку* призводять до неможливості методів аналізу адекватності ціноутворення та протидії зловживанням. Наприклад, якщо угоди за цінним папером були відсутні протягом року, а сьогодні раптом виник попит, то чи можна це вважати аномальною торговельною активністю та чи варто дивуватися змінам ціни порівняно з цінами річної давнини? А це є одним з релевантних сценаріїв притягнення до відповідальності за маніпулювання ринком.

Отже, формальної наявності широкого кола емітентів та інвесторів, правил та інфраструктури, інструментарію само по собі недостатньо для існування ринкових відносин.

То що ж робити в тих випадках, коли дія, яка має ознаки маніпулювання встановлені законом відбувається в умовах відсутності або сумнівів щодо наявності на ринку феномену (явища) ринкового ціноутворення? Чи можливе взагалі маніпулювання, тобто штучний вплив на об'єктивне ціноутворення, коли об'єктивне, тобто ринкове конкурентне ціноутворення взагалі відсутнє?

<sup>5</sup> Для порівняння: до 2016 р. кількість цінних паперів українських емітентів, допущених до торгівлі на організованому ринку, не опускалася нижче 2 тис., більшість з них були недержавні цінні папери.

Таким чином, оОб'єктом захисту при протидії маніпулюванню ринком є, або повинна бути, сукупність складових та факторів ринкового ціноутворення.

На нашу думку причини та фактори функціонального розладу, що корелюється з об'єктивною стороною злочину, передбаченого ст. 222<sup>1</sup> КК України, знаходяться в площині інституційно обумовленої відсутності балансу інтересів та неефективність взаємодії ринкових складових:

1) корпоративні емітенти не зацікавлені публічно залучати кошти для розвитку на ринках капіталу;

2) інституційні та масові інвестори обмежені в можливостях диверсифікації вкладень через вузьке коло доступних локальних інструментів та недостатній захист їхніх інтересів;

3) правила та інфраструктура не забезпечують належного контролю ціноутворення через суперечливе регулювання та недостатню ліквідність організованих ринків.

*По-перше, негативне ставлення емітентів до ринків капіталу* пояснюється особливостями їхньої генези. Більшість емітентів під час приватизації примусово створено у формі відкритих (згодом публічних) акціонерних товариств, які були законодавчо зобов'язані забезпечити лістинг на біржах. Такі акціонерні товариства стали публічними лише за назвою, адже не залучали капітал на публічних умовах та часто були в принципі не спроможні залучити його і в майбутньому. Однак, попри відсутність можливостей для залучення коштів на ринках капіталу та зміни організаційно-правової форми, такі емітенти були змушені витрачати час і кошти на дотримання зростаючих вимог та обмежень щодо лістингу, аудиту, розкриття інформації, корпоративного управління. Недивно, що після змін у законодавстві, що спростили перетворення акціонерних товариств на ТОВ та відмінили примусовий лістинг, кількість акцій в біржовому обігу скоротилася на порядок. З огляду на відсутність помітних бонусів (фіскальних, репутаційних, регулятивних) від публічного біржового залучення капіталу для емітентів та участі в ньому для інвесторів, коло осіб, що здійснили публічну пропозицію залишається вкрай вузьким: за 2019–2023 рр. публічно залучили капітал лише

5 емітентів облігацій, 3 міські ради та 1 емітент акцій [14]. Загалом статистика НКЦПФР щодо емісійної діяльності зводиться передусім до процедур збільшення статутних капіталів фінансових установ на виконання регуляторних вимог, випусків цінних паперів компаній державного сектору для оздоровлення фінансового стану та технічних випусків облігацій серед заздалегідь спланованого кола покупців. Для великих українських підприємств простіше створити компанію у іншій юрисдикції (SPV) та залучити капітал через IPO на іноземних біржах за прийнятною вартістю, зважаючи на традиційно високу вартість фінансових ресурсів в Україні та періодичні сплески девальвації. Для середніх та малих компаній простіше залучити капітал через кредити, адже на ринку капіталу доводиться конкурувати з постійною пропозицією державних облігацій (значно більш привабливих для інвесторів за чинниками ризиків та оподаткування), стикатися з низькими попитом через обмеження структури активів у інституційних інвесторів та загальне скептичне ставлення інвесторів до локальних корпоративних цінних паперів.

*По-друге, скорочення інтересу інвесторів до ринків капіталу* також мало свої об'єктивні причини. Майже всі привабливі акціонерні товариства поступово отримали контролюючих та домінуючих власників (частки  $\geq 75\%$  та  $\geq 95\%$  відповідно) – за наслідком скупки акцій, різноманітних корпоративних дій з метою скорочення частки міноритарних акціонерів та спрямування повз них фінансових потоків. Як наслідок, коли нарешті були імплементовані європейські практики акціонерного управління, захищати вже фактично було нікого. Останніх міноритаріїв було витіснено у 2018–2019 рр. шляхом законодавчого оформлення примусового викупу акцій (сквіз-ауту), який замість імплементації європейської практики щодо захисту прав міноритаріїв легітимізував остаточну консолідацію акцій мажоритаріями за мінімально можливою ціною. Така ж ситуація склалася і з правами облігаціонерів, які стикалися з численними дефолтами окремих емітентів облігацій – часто спричинених не стільки реальним погіршенням фінансової ситуації, скільки шахрайством або правовою невизначеністю. В таких умовах абсолютно

очікуваним наслідком є концентрація уваги інвесторів на державних цінних паперах, які характеризуються мінімальними ризиками, фіскальними перевагами, регуляторними стимулами (відсутністю істотних обмежень щодо частки в активах інституційних інвесторів).

Таким чином, тривала неефективна приватизація та суперечливе регулювання призвели до розчарування інвесторів, звуження доступного інструментарію, а також *компрометації регулятора*, який не захистив інтереси інвесторів від дефолтів та зловживань мажоритаріїв.

Масовий інвестор (населення України) тривалий час ігнорує корпоративні цінні папери та обирає в якості напрямів для формування заощаджень валюту, депозити, нерухомість та, знедавна, держоблігації, криптовалюти та іноземні цінні папери.

Нерезиденти також припинили придбання цінних паперів недержавних емітентів.

Інституційні інвестори або змушені інвестувати у корпоративні цінні папери, аби підтримувати встановлену законодавством диверсифіковану структуру активів (НПФ, публічні ІСІ), або відмовилися від таких вкладень (банки, страховики – через позицію НБУ, венчурні ІСІ – через відсутність обмежень). Зокрема, НБУ фактично заборонив для банків та страховиків подальші інвестиції у недержавні цінні папери, адже стикнувся з численними випадками неадекватної структури та оцінки інвестиційних портфелів, що стало однією з причин масових банківських банкрутств. Недивно, що в результаті банківський, страховий ринок та індустрія венчурного інвестування розвиваються, а пенсійна система залишається в стані перманентного очікування пенсійної реформи, хоча невідомо після реформи звідки має з'явитися достатній обсяг привабливих та надійних корпоративних інструментів для інвестування пенсійних заощаджень.

*За відсутності послідовності та інтересу з боку інвесторів та емітентів всі спроби створення ринків капіталу в Україні приречені*, адже всі багаторічні законотворчі та регуляторні ініціативи традиційно зводяться до механістичного копіювання правової основи, практик та *формальних ознак* зрілих ринків – замість розуміння *суті та змісту* економічних та правових відносин, адже розвинуті ринки функціонують у іншій економічній парадигмі.

*По-третє, неефективність правил та інфраструктури*, які на розвинутих ринках мають виступати певним *фільтром проти ринкових зловживань*, є результатом суперечливого законодавства, неоднозначного регулювання, низької ліквідності та відсутності стимулів для об'єктивного ціноутворення.

Визначимо, що впливає на ефективність захисту ринку від маніпулювання ринком через функціональний розлад власне самого механізму притягнення до відповідальності за маніпулювання ринком.

Безперечно виявлення причин такого стану речей не є окремим об'єктом наших досліджень, водночас ми маємо констатувати, що питання інституційної дисфункції, що призводить до викривлення ціноутворення та дисфункції ринку – обумовлені, а їх короткий перелік показує, що проблема є перманентною та швидко не мине. Адже а) довготривала та суперечлива приватизація призвела до активного перерозподілу власності та переведення активів або зміну центрів прибутковості найбільш провідних емітентів; б) завдяки цьому будь-які позитивні очікування від ваучерної приватизації були спотворені; с) криза 2008 року призвела до руйнації ринку корпоративних облігацій завдяки відверто шахрайським діям емітентів; д) безперервні «реформування» ринку впорядковували лише другорядні питання та призвели лише до косметичних змін; е) все це супроводжувалося щонайменше потуранням з боку профільного регулятора і призвело до *компрометації* самого регулятора та ринку недержавних ЦП; ф) на протигагу цьому послідовна політика Мінфіну та НБУ призвели до сталого розвитку ринку державних облігацій, зацікавленості в якому інвесторів не завадила навіть війна.

**Висновки.** Отже на підставі представленого аналізу, на нашу думку сам феномен ціноутворення, обумовлений активним та розвиненим ринком за наявності певних правил, працюючого згідно до таких правил функціоналу ринкової інфраструктури, є ключовим елементом об'єкту захисту.

Водночас, з огляду на приведені вище обставини, зазначеного ринкового перебігу подій не відбувається – тобто наявною є дисфункція ринку. Основа дисфункції полягає у інституційному розладі щодо забезпечення



можливості визначати справедливу ринкову ціну фінансового інструменту, що торгується на організованому ринкові за наявності активного ринку.

Отже з точки зору правозастосування вважаємо за доцільне та своєчасне сформулювати та запропонувати визначення поняття ***дисфункції ринку*** (в контексті викривлення конкурентного ціноутворення) як активного негативного впливу сукупності факторів викривлення якості ринкової, інституційної, регулятивної, законодавчої складових на якісні показники обігу фінансових інструментів, наслідком чого є неможливість визначення ринкової ціни поза штучним контролем, та як обов'язкового елементу дослідження в процесі притягнення до кримінальної відповідальності за маніпулювання на організованому ринкові.

З урахуванням викладеного, на нашу думку, при правозастосуванні слід мати на увазі весь комплекс факторів впливу на ціноутворення, а не лише формальні ознаки. Адже формальна логіка правозастосування в рамках ст. 222<sup>1</sup> КК України дозволяє викривлення функції щодо захисту ринку всупереч її змістові. Так, за певного перебігу подій щодо розладу функціоналу ринкового ціноутворення та наявної дисфункції ринку феномен ринкового ціноутворення може зазнавати шкоди, а за певного – ні.

Таким чином, застосування норми права в умовах дисфункції ринку щодо ціноутворення на організованому ринкові може призвести до маргіналізації норми права, яка забороняє маніпулювати на організованому ринкові.

Наразі вбачаємо задачу в тому, щоб надати пропозиції виходу з практичної кризи правозастосування, обумовленої наявністю описаної дисфункції ринку, та запропонувати впродовж наведеного обґрунтування та аналізу наступні варіанти виходу з кризи.

Звичайно, лінійним рішенням проблеми вбачається поширення та поглиблення позитивістського підходу з подальшою деталізацією та описом на законодавчому рівні кожного релевантного випадку маніпулювання. З фіксацією всіх складових та обставин забороненої поведінки шляхом унесення кожного такого релевантного випадку маніпулювання до невичерпного, але оновлюваного переліку заборонених дій. Так би мовити, закручування гайок на законодавчому рівні через деталізований

опис проблем та заборонних норм на кожний конкретний випадок. Це в рівній мірі стосується й європейського законодавства, й українського законодавства.

Інший, нелінійний підхід, – може передбачати перенесення проблеми на рівень спеціалізованого правозастосування за рахунок вузькопрофесійної спеціалізації, водночас розгалуженості та обов'язковості експертного дослідження в механізмі правозастосування, загалом – рівня експертного забезпечення, що має враховувати та оцінювати особливості ринкового середовища та функціональні аспекти ринкового ціноутворення.

З іншого боку, маємо констатувати, що за описаних обставин виникає ґрунтовна та непересічна необхідність ретельного підходу до визначення, а інколи і виявлення (спростування) та доведення самого феномену ринкового ціноутворення на неактивному чи нерозвиненому ринку, його сегментах тощо. Фактично ж – з метою правозастосування маємо відповісти на питання чи існував такий феномен в певний час, за певних ринкових обставин та щодо певних фінансових інструментів. Адже на нашу думку неможливо застосовувати кримінальний закон лише за формальними ознаками. Це питання набуває особливої значущості на ринках, що перебувають у стані розвитку, реформування або активності яких є мінливою.

Попри будь-який варіант, вважаємо за необхідне провести подальші дослідження в сфері визначення поняття маніпулювання, використовуваного в кримінальному та адміністративному законодавстві. Метою цього бачимо виявлення характерних рис, що виокремлюють склад злочину маніпулювання ринком та відрізняють його від інших суміжних понять з психології, філософії, лінгвістики тощо.

Семантика поняття маніпулювання потребує з'ясування та окреслення меж з точки зору правозастосування в кримінально-правовому та адміністративно-правовому аспекті.

Виявлення та встановлення на законодавчому рівні понятійно-категоріальних рис поняття маніпулювання ринком, релевантних змістові, та надасть можливість здійснення правозастосування способом, що унеможливило використання та зловживання різного роду, дотримає принцип «немає кримінального покарання без точного закону».

**ЛІТЕРАТУРА:**

1. Кримінальний кодекс України URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2341-14#Text> (дата звернення: 29.11.2023).
2. A. Włachnio-Parzych, Ethical dimension of selected technological changes on capital markets. URL: [https://dgiu.unibg.it/sites/dip1/files/evento/locandina\\_82.pdf](https://dgiu.unibg.it/sites/dip1/files/evento/locandina_82.pdf), (дата звернення: 29.11.2023).
3. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів», URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>, (дата звернення: 29.11.2023).
4. 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 Text with EEA relevance URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596> (дата звернення: 29.11.2023).
5. Сполучені Штати проти Socony-Vacuum Oil Co., 310 U.S. 150, 223, 60 S.Ct. 811, 844, 84 L.Ed. 1129 (1940).
6. Річний звіт за 2021 рік. Національний депозитарій України, 2022. URL: [https://www.csd.ua/images/stories/zip/Zvit\\_2021.gar](https://www.csd.ua/images/stories/zip/Zvit_2021.gar) (дата звернення 29.11.2023).
7. Державний та гарантований державою борг України за станом на 30.09.2023. Міністерство фінансів України, 2023. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg> (дата звернення 29.11.2023).
8. Річні звіти НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>, (дата звернення 29.11.2023)
9. Закон України «Про цінні папери і фондову біржу». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1201-12/ed19961001#Text>
10. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80/ed19961030#Text> (дата звернення 29.11.2023)
11. Закон України «Про господарські товариства». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1576-12/ed19950420#Text> (дата звернення 29.11.2023)
12. Закон України «Про приватизацію майна державних підприємств». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2163-12/ed19950330#Text>, (дата звернення 29.11.2023)
13. Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/stru/1198377#Stru>, (дата звернення 29.11.2023)
14. Перелік публічних пропозицій цінних паперів. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2023. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/derzhavnyi-reiestr-vypuskiv-tsinnykh-paperyv/#tab-10>, (дата звернення 29.11.2023)