

# **Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти**

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 слушним 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.

## ЗМІСТ

Передмова	10
Вступ	13
Методологічний коментар	15
Глосарій	20
<b>ГЛАВА 1. ЗЛОВЖИВАННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ: СУТНІСТЬ, ПРОЯВИ, ІНСТРУМЕНТАРІЙ ПРОТИДІЇ</b>	<b>23</b>
<b>§ 1. Інформаційна асиметрія і зловживання на фондовому ринку</b>	<b>25</b>
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
<b>§ 2. Маніпулювання на фондовому ринку: сутність, ознаки, світовий досвід регулювання</b>	<b>46</b>
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
<b>§ 3. Зловживання на нерозвиненому фондовому ринку: проблеми ідентифікації</b>	<b>66</b>
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.	93
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
<b>ГЛАВА 2. ЗЛОВЖИВАННЯ НА РИНКАХ КАПІТАЛІВ: ІНСТИТУЦІЙНИЙ КОНТЕКСТ</b>	137
<b>§ 1. Злочини на фондовому ринку: адекватність "букви і духу" чинних кримінально-правових норм суспільно-економічним реаліям</b>	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 <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>	163
<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>	183
<b>§ 4. Терміни та поняття, що використовуються в статті 10<sup>1</sup> Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні"</b>	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 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>	218
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>	230
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.</b>	
<b>Науково-практичний коментар</b>	266
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>	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

<b>ГЛАВА 3. МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ТА ПРАКТИКА ВИЯВЛЕННЯ ЗЛОВЖИВАНЬ РИНКОМ. СУДОВО-ЕКСПЕРТНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПРОВАДЖЕНЬ, ПОВ'ЯЗАНИХ ЗІ ЗЛОВЖИВАННЯМИ РИНКОМ</b>	307
<b>§ 1. Найвна модель виявлення ознак маніпулювання ринком: основні характеристики та концептуальні прогалини</b>	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 ал- горитмів	310
3.1.2.2. Відсутність чіткої ідентифікації цінкових індика- торів	310
3.1.2.3. Відсутність конкретизації "інсайдерської інфор- мації" відповідно до сценарію маніпулювання 2	311
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 маніпу- лювання 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. Найвність цінних паперів в активах ІСІ.	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>	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
<b>§ 3. Виявлення дій, що є маніпулюванням на ринку: сучасна практика США та ЄС</b>	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 (стиглий огляд).	349
<b>§ 4. Виявлення ознак маніпулювання ринком в Україні: узагальнення, можливі підходи та перспективний інструментарій</b>	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
<b>ГЛАВА 4. ACQUIS ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ ЩОДО ЗЛОВЖИВАНЬ НА РИНКАХ КАПІТАЛІВ</b>	366
<b>§ 1. Законодавство Європейського Союзу про кримінальні санкції за зловживання на ринку капіталів</b>	366
<b>§ 2. Захист ринку капіталів від зловживань у Польщі: проблеми імплементації законодавства ЄС</b>	373
4.2.1. Захист ринку капіталів від зловживань до моменту вступу Польщі до Європейського Союзу.	374



4.2.2. Імплементация Директиви Market Abuse I (MAD I).	376
4.2.3. Імплементация 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>	396
Проект Закону України щодо протидії зловживанням на ринку. Закон України щодо протидії зловживанням на ринку	401
Порівняльна таблиця до проекту Закону України	401
Пояснювальна записка до проекту Закону України	410
Висновки до Глави 5	428
Висновки та пропозиції Післямова	434 437 441
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. Перелік Вставок	493 504

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 і 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 і життєздатності.

Нині, як і століття тому, фондовий ринок – це територія асиметрій і невизначеності, зона волатильності і ризиків. В умовах перманентної модифікації ризиків, прискорення швидкості поширення інформації, Fintech-інновацій протидія конфліктам інтересів, справедливність 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 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 і розвитку фондового ринку в Україні містить численні приклади запозичення кращих світових практик – в нагляді, 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.

В 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 врахувати задля 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 регулятором<sup>1</sup>. 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 відомо, 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.

---

<sup>1</sup> 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).

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 України<sup>2</sup> 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 ринок<sup>3</sup> (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 загальнозживаним 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 акцій (також наявні англійські варіанти "Equity Market", "Share Market"), а не всіх цінних паперів. Більш прийнятними є англійські 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

---

<sup>2</sup> 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>

<sup>3</sup> 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>

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), криптовалюти (Cryptocurrency market) тощо.

Термінологія євродирективи MiFID II<sup>4</sup>, 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 роками<sup>5</sup>, 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 цінних паперів" ("Securities Market") та "ринок деривативів" (Derivatives Market).

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

---

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

<sup>5</sup> Проекти Законів України від 20.11.2015 р. № 3498. URL: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=57159](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](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](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=64532)



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 єдино 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 ринку<sup>6</sup> 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, МТФ, ОТФ), але мають певні винятки (стаття 2) та не належать до ОТС.

*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").*

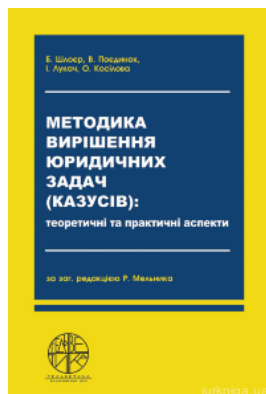
---

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

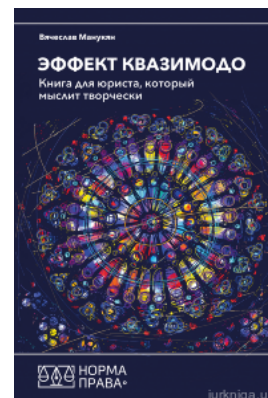
## Книги, які можуть вас зацікавити



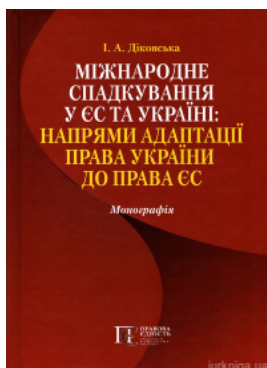
Постижение права.  
Активация творческого  
мышления юриста



Методика вирішення  
юридичних задач  
(казусів): теоретичні та  
практичні аспекти



Эффект Квазимодо.  
Книга для юриста,  
который мыслит  
творчески



Міжнародне  
спадкування у ЄС та  
Україні: напрями  
адаптації права України  
до права ЄС



Гражданский  
процессуальный  
кодекс Франции



Сучасні тенденції  
конституціоналізму у  
контексті глобалізації  
та правового  
плюралізму

Перейти до галузі права  
**Финансовое право**



[Перейти на сайт →](#)