

## АНАЛІЗ ЗАКОНОДАВЧИХ ЗМІН ЩОДО МАНІПУЛЮВАННЯ ЦІНАМИ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

*Досліджуються поняття маніпулювання цінами, його форми, порядок притягнення винних осіб до відповідальності, надаються рекомендації з розробки заходів попередження маніпулювання цінами на фондовому ринку України.*

**Ключові слова:** маніпулювання цінами, зловживання на фондовому ринку, фондовий ринок.

*Исследуются понятие манипулирования ценами, его формы, порядок привлечения виновных лиц к ответственности, предоставляются рекомендации по разработке мер предупреждения манипулирования ценами на фондовом рынке Украины.*

**Ключевые слова:** манипулирование ценами, злоупотребления на фондовом рынке, фондовый рынок.

*The author researches in the article the notion of price manipulation, its forms, responsibility for stock price manipulation and recommendations as to working out measures on prevention of stock price manipulation have been given by the author.*

**Key words:** price manipulation, stock market abuses, stock market.

Маніпулювання цінами на ринку цінних паперів представляє значну загрозу для фінансових ринків, оскільки призводить до порушення принципу відкритого і чесного конкурентного встановлення ціни. При цьому порушуються права інвесторів, підриваються стимули та інтерес у масовому інвестуванні. Як наслідок, знижується ефективність ринку, невиправдано посилюється його спекулятивний характер.

Сьогодні ставлення держави, учасників ринку та регулятора до інсайду й маніпулювання можна певною мірою вважати мірилом зрілості фондового ринку й економічної системи в цілому. За даними TASIC, практично всі розвинені економіки та 80% економік, що розвиваються, мають відповідне законодавство і контролюючі інститути, які опікуються цими питаннями<sup>1</sup>.

Проблема боротьби з маніпулюванням цінами на ринку цінних паперів є актуальною як для розвинених фондових ринків, так і для тих, що тільки розвиваються. Для розвинених фондових ринків маніпулювання цінами є досить старою проблемою. Перша судова справа по факту маніпулювання була порушена у 1814 р. у Великобританії. Система регулювання маніпулятивних практик, як і система регулювання фондового ринку в цілому, була сформована тільки в 30-ті рр. XX ст. в США після Великої Депресії, викликана у тому числі й значними зловживаннями і маніпуляціями на біржовому ринку. На сьогодні законодавство США детально регламентує види маніпулювання цінами, сформована й судова практика щодо цього питання. Однак бурхливе зростання числа нових фінансових інструментів, розвиток технологій, розширення кола учасників торгів, зростання обсягів торгів, створюють нові можливості для маніпулювання цінами. Поширенню маніпулятивних практик на фондових ринках країн, що розвиваються, у тому числі й на українському, сприяє нерозвиненість ринку, відсутність відпрацьованих заходів по боротьбі з недобросовісними практиками, низька ліквідність та неналежне розкриття інформації емітентами<sup>2</sup>.

В Україні усвідомлення необхідності регулювання і нагляду за маніпуляціями почало проявлятися лише останнім часом. Уперше про маніпулювання як недобросовісну практику на ринку цінних паперів згадується у Концепції запобігання маніпулюванню ринком цінних паперів, нечесній торговій практиці і порушенню етики професійної діяльності на фондовому ринку, затв. рішенням ДКЦПФР від 14 січня 2003 р. № 21. Щоправда певні заходи боротьби з маніпулятивною практикою вживалися для попередження при організації та проведенні торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами окремими організаторами торгівлі (зокрема, Українською фондовою біржою). Значимим кроком у боротьбі з маніпулюванням цінами на фондовому ринку було прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо відповідальності за правопорушення на ринку цінних паперів» від 25.12.2008 р. № 801-17, яким було визначено поняття маніпулювання цінами, передбачена адміністративна відповідальність, а також можливість покладення фінансових санкцій на юридичних осіб за це правопорушення. Однак внаслідок відсутності до недавнього часу законодавчого визначення форм маніпулятивних практик на сьогодні не має жодного офіційного випадку притягнення до відповідальності за маніпулювання вартістю цінних паперів. Між тим неофіційно практично всі учасники фондового ринку зазначають, що маніпулювання вартістю цінних паперів зустрічається на ньому достатньо часто. У пресі досить широко висвітлювалися спекуляції з акціями банку «Форум» у липні 2009 р., акціями «Укрнафти» у 2010 р. та ін.<sup>3</sup> Зазначені скандали стали новим поштовхом для розвитку законодавчої основи по боротьбі з маніпуляціями на фондовому ринку. Нещодавно було прийнято два надзвичайно важливих нормативних акти – Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 21 квітня 2011 р. № 3267-VI та Порядок запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі, затв. рішенням ДКЦПФР від 14.06.2011 р. № 716, які враховують положення директив ЄС щодо боротьби зі зловживаннями на фондовому ринку.

Проблемам правового регулювання боротьби зі зловживаннями на ринку цінних паперів завжди приділялося багато уваги, зокрема у наукових працях таких вчених, як Бірюк С.О., Бредлі Е., Кологойда О.В.<sup>4</sup>, Пряничников Д.В., Рубцов Б.Б.<sup>5</sup>, Тьюлз Р., Тьюлз Т. та ін. Однак внесення суттєвих змін до чинного законодавства України щодо маніпулювання цінами на фондовому ринку вимагає ґрунтовного правового дослідження.

Сфера застосування заборони щодо незаконного використання маніпулювання цінами. В Україні заборона маніпулювання цінами на фондовому ринку до недавнього часу поширювалася виключно на цінні папери, однак після внесення змін Законом України від 21.04.2011 р. № 3267-VI до Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» об'єкт правового регулювання був розширений. Відтепер ця заборона поширюється на усі фінансові інструменти. Оновлена норма повністю відповідає світовій практиці.

Поняття маніпулювання цінами. Існують різні підходи до його визначення.

З економічної точки зору, маніпулювання являє собою штучний контроль за цінами: воно полягає у спробі змусити інвесторів купувати цінні папери за курсом вище чи нижче того, який би був, якщо б він формувався під впливом ринкових сил запиту та пропозиції. Маніпулятор намагається отримати прибуток чи

уникнути збитків шляхом формування штучних цін на шкоду простим інвесторам. Деякі форми маніпулювання є законними й на сьогодні у США. Характерна особливість поняття «маніпулювання» – штучний контроль цін, а не його протизаконність<sup>6</sup>.

З юридичної точки зору, маніпулювання цінами відноситься до недобросовісної практики ведення бізнесу на ринку цінних паперів, у тому числі до біржових правопорушень.

Законодавче визначення *маніпулювання цінами під час здійснення операцій з цінними паперами* розкривається через перелік дій, які є маніпулятивними, закріплений у ст. 10-1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Усі наведені законодавцем дії, що мають ознаки маніпулювання цінами, засновані на ознаках, встановлених в директивах ЄС. Також вищенаведені маніпулятивні дії можна звести до 3 форм: 1) засновані на поширенні інформації. Сюди відноситься 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 (п. 3 ст. 10-1 Закону); 2) засновані на вчиненні дій. Це здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів шляхом вчинення умисних протиправних дій, в тому числі шахрайства чи використання інсайдерської інформації (п. 2 ст. 10-1 Закону); 3) засновані на здійсненні торгівлі фінансовими інструментами (п. 1, 4-8 Закону). Зокрема, 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; 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; та інші дії.

Слід зазначити, що вищезгаданий Закон визначає дії, які не є маніпулюванням цінами на фондовій біржі. Зокрема, це наступні цілеспрямовані 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 ці, попиту, пропозиції або обсягів торгів цінними паперами, за умови, що такі дії вчиняються учасником біржових торгів на підставі відповідного договору з фондовою біржею.

Фактично вищезазначені заходи, спрямовані на стабілізацію цін цінних паперів емітентів, що відповідає положенням ст. 8 Директиви 2003/6/ЄС<sup>7</sup>. Однак на відміну від України, в праві ЄС встановлюються умови, які захищають інших учасників ринку при здійсненні стабілізації цін на фінансові інструменти окре-

мих емітентів. Так, відповідно до Регулювання Єврокомісії № 2273/2003 від 22.12.2003 р., яке імплементує Директиву 2003/6/ЄС Європейського парламенту та Ради щодо винятків програм з викупу та стабілізації фінансових інструментів<sup>8</sup>, стабілізація фінансових інструментів повинна проводитися протягом обмеженого періоду часу. Так, щодо акцій цей період становить не більше 30 календарних днів (ст. 8). Перед проведенням дій зі стабілізації цін емітенти чи інші юридичні особи, що її здійснюють, мають публічно розкрити інформацію: що така стабілізація може бути проведена; вона спрямована на підтримання ринкової вартості відповідних цінних паперів; початок та кінець періоду, протягом якого буде здійснюватися така стабілізація та ін. Протягом тижня після закінчення періоду стабілізації цін емітентом чи іншою юридичною особою, що здійснюють дії зі стабілізації, має бути розкрита наступна інформація: чи були проведені дії зі стабілізації цін; дата, коли стабілізація цін розпочалася; дата її завершення; діапазон цін, в межах якого була проведена стабілізація. Доцільно було б зазначені положення закріпити і в законодавстві України.

Санкції, що застосовуються до винних осіб. За маніпулювання цінами на посадах осіб фондового ринку покладається *адміністративна відповідальність* (штраф – від 100 до 500 НМДГ (ст. 163-8 КУпАП)). На юридичних осіб за умисні дії, що мають ознаки маніпулювання, покладаються також *фінансові санкції* у розмірі від 10 до 50 тисяч НМДГ або в розмірі до 150% прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій (п. 12 ч. 1 ст. 11 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»). Щодо професійних учасників фондового ринку може здійснюватися *зупинення або анулювання ліцензії на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку*, яка було видано професійному учаснику фондового ринку (ч. 3 ст. 11 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»).

*Кримінальна відповідальність* за маніпулювання цінами на фондовому ринку була встановлена лише у 2011 р. Відповідно до ст. 222-1 КК України умисні дії службової особи учасника фондового ринку, які мають ознаки маніпулювання, та призвели до отримання прибутків або уникнення збитків у значних розмірах (8500 грн. і більше) учасниками ринку чи третіми особами тягнуть за собою штраф від 750 до 2-х тисяч НМДГ або обмеженням волі на строк до 3-х років, або позбавленням волі на той самий строк, з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до 3-х років. Також ст. 222-1 КК передбачено кваліфікуючі обставини – вчинення повторно або за попередньою змогою групою осіб, або якщо вони спричинили тяжкі наслідки.

Однак, на жаль, в українському законодавстві залишається ще ціла низка проблем щодо покладення кримінальних санкцій на порушників законодавства про маніпулювання цінами. Слід зазначити, що до адміністративної та кримінальної відповідальності за маніпулювання цінами на фондовому ринку може притягуватися лише посадова особа фондового ринку. Вважаємо, що суб'єкт правопорушення (злочину) є звуженим. У випадку здійснення професійним учасником фондового ринку, операції, що є маніпулюванням цінами, за дорученням (розпорядженням) іншої особи (клієнта), весь тягар відповідальності має покладатися на клієнта. Також така форма маніпулювання цінами на фондовому ринку, пов'язана з поширенням інформації, яке призводить або може призвести до введення в оману учасників ринку щодо фінансових інструментів на фондовій біржі, може здійснюватися не лише посадовими особами фондового ринку, але й інши-

ми особами, зокрема, журналістами, аналітиками тощо. А ці особи не є суб'єктами злочину відповідно до ст. 222-1 КК України.

З огляду на важливість об'єкта правового регулювання, на які посягають особи, що здійснюють маніпулювання цінами, на нашу думку, санкції за їх вчинення мають бути більш жорсткими. По-перше, штраф у ст. 222 КК України є основним покаранням за вчинення маніпулювання цінами на фондовому ринку. Вважаємо, що він має бути додатковим покаранням до обмеження або позбавлення волі за цей злочин. По-друге, кримінальні санкції мають бути достатньо превентивними і пропорційними тяжкості правопорушення та отриманим доходам. Тому слід підвищити штрафні санкції за вчинення указаних правопорушень. Так, штраф як покарання, що передбачене кримінальним законом, за вчинення маніпулювання цінами, у Росії може становити від 300 тис. до 1 млн. руб., у Чехії – до 180 тис. євро, у Люксембурзі – до 1,5 млн. євро, в Італії – до 15 млн. євро., у Великобританії та Німеччині межа покладення штрафів законодавчо необмежена, а в Україні максимальний розмір штрафу становить 54 тис. грн.<sup>9</sup> Як бачимо, існуючі в Україні штрафні санкції є настільки «мізерними», що навряд чи припинять маніпулювання цінами.

Слід звернути увагу й на той факт, що в чинному законодавстві України відсутні схеми компенсації інвесторам, які зазнали збитків від зазначених правопорушень. Натомість у Російській Федерації (ч. 7 ст. 7 Федерального Закону «Про протидію неправомірному використанню інсайдерської інформації і маніпулюванню ринком»), США (ст. 20 А Закону США «Про інсайдерську торгівлю») законодавчо передбачена можливість інвесторів, яким в результаті маніпулювання ринком спричинені збитки, вимагати їх відшкодування від осіб, в результаті дій яких ці збитки були спричинені. У зв'язку з цим доречною є пропозиція С.О. Бірюка, який пропонує, щоб кошти, отримані у вигляді штрафів за правопорушення, надходили не до держави, а до ошуканих інвесторів як компенсація за втрати<sup>10</sup>.

За законодавством України функції щодо попередження маніпулюванням цінами на фондовому ринку покладаються на організаторів торгівлі та торговців цінними паперами.

Визначальна роль у попередженні маніпулювання цінами належить саме фондовим біржам. Правила фондової біржі щодо порядку організації та проведення біржових торгів повинні обов'язково визначати процедуру запобігання маніпулюванню та укладанню нестандартних біржових угод (Пункт 2 розд. III Положення про функціонування фондових бірж, затв. рішенням від 19.12.2006 р. № 1542). З метою попередження вказаних зловживань на фондовому ринку фондова біржа повинна здійснювати наступні заходи: проведення аналізу щодо маніпулювання поданих заявок на купівлю-продаж цінних паперів та укладених біржових угод за підсумками торговельної сесії; виявлення та проведення аналізу щодо маніпулювання та укладання нестандартних біржових угод; здійснення контролю при проведенні біржових торгів із застосуванням попереднього резервування активів; організаційного, технологічного та технічного забезпечення проведення біржових торгів, що обмежує можливість маніпулювання під час проведення біржових торгів та при обміні інформацією між фондовою біржею та депозитарієм за результатами біржових торгів; визначення структурного підрозділу та/або працівника (працівників) для здійснення запобігання маніпулюванню та ін. (пункти 6 та 7 Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення опе-

рацій з цінними паперами на фондовій біржі, затв. рішенням ДКЦПФР від 14.06.2011 р. № 716).

Важливим нововведенням вищезазначеного Порядку є обов'язок фондової біржі протягом одноденного строку повідомити ДКЦПФР про виявлені у діях учасника біржових торгів або його клієнта ознаки маніпулювання. При цьому фондова біржа до з'ясування змісту дій щодо маніпулювання у діях особи може застосовувати наступні види заходів: призупинення біржових торгів за таким цінним папером або призупинення допуску такого учасника до біржових торгів.

Що стосується встановлення факту маніпулювання, то ці функції покладаються не на фондову біржу, а на Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку України. Фондова біржа лише виявляє факти маніпулювання, протягом місячного строку перевіряє їх, та у випадку підтвердження у діях особи ознак маніпулювання направляє відповідні матеріали до ДКЦПФР, яка й встановлює відповідний факт маніпулювання у своєму рішенні та покладає відповідні санкції на порушника або передає зазначені матеріали до правоохоронних органів.

Що ж до торговців цінними паперами, то законодавчо закріплено лише, що його положення про внутрішній контроль має містити вимоги, спрямовані на запобігання маніпулюванню цінами на фондовому ринку (п. 8 гл. 2 Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з торгівлі цінними паперами, затв. рішенням ДКЦПФР від 26.05.2006 р. № 346).

Вважаємо, що роль професійних учасників фондового ринку, що здійснюють діяльність з торгівлі цінними паперами, у попередженні маніпулювання цінами на фондовому ринку законодавчо недостатньо регламентована. Пропонуємо усунути вказані недоліки шляхом закріплення у законодавстві норм наступного змісту: 1) професійним учасниками фондового ринку, що здійснюють діяльність з торгівлі цінними паперами, забороняється: маніпулювати цінами на фондовому ринку і спонукати до придбання чи продажу цінних паперів шляхом надання умисно викривленої інформації про цінні папери, емітентів емісійних цінних паперів, ціни на цінні папери; виконувати заявки клієнта на вчинення операцій з фінансовими інструментами, якщо є об'єктивні підстави вважати, що така заявка, спрямована на маніпулювання цінами на фондовому ринку; 2) професійні учасники фондового ринку, що здійснюють діяльність з торгівлі цінними паперами, зобов'язані протягом одноденного строку повідомляти фондову біржу, якщо є підстави вважати, що правочин з фінансовими інструментами має ознаки маніпулювання. Також слід закріпити форму такого повідомлення та вимоги до його змісту.

На професійних учасників фондового ринку за невиконання чи неналежне виконання обов'язків по попередженню маніпулювання цінами на фондовому ринку має покладатися адміністративна відповідальність. Адміністративні санкції за вказане правопорушення, передбачені законодавством багатьох держав (у Росії, а також у 20 з 29 країн ЄС). Так, у Росії адміністративний штраф складає від 20 тис. до 30 тис. руб. (для посадових осіб) та від 300 тис. до 700 тис. руб. – для юридичних, в Угорщині – від 200 тис. до 20 тис. євро, у Німеччині може сягати 50 тис. євро<sup>11</sup>.

Таким чином, останнім часом відбулося суттєве удосконалення чинного законодавства у напрямку протидії маніпулювання цінами на фондовому ринку. Зазначені законодавчі ініціативи спрямовані на поступове наближення фондового ринку України до європейських стандартів, що дозволить використовувати фон-

довий ринок як ефективний механізм залучення інвестицій до економіки України.

1. *Інсайду – «НІ!»* (Незаконне використання інсайдерської інформації – боротьба триває) // Цінні папери. – 2010. – № 32. 2. *Пряничников Д.В.* Выявление и устранение манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг: Автореф. дис. ... канд. эконом. наук: спец. 08.00.10. – М., 2007. – С. 5. 3. *Ковальова В.* Щит від маніпуляційного меча // Урядовий кур'єр. – 2010. 4. *Безручко Ю.В., Вінник О.М., Глотов М.О., Кологойда О.В.* Правове регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в Європейському Союзі та в Україні. – К.: Центр учбової літератури. – 2007. – С. 121–136. 5. *Рубцов Б.Б.* Проблемы и тенденции развития: Дис. ... доктора экон. наук: 08.00.10 и 08.00.14. – М., 2000. – С. 332–333. 6. *Тьюлз Р., Бредли Э., Тьюлз Т.* Фондовый рынок. – 6-е изд. / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – С. 366–367. 7. *Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)* // Official Journal of the European Union. – L 96 (12.4.2003). – P. 16. 8. *Commission Regulation (EC) No 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments* // Official Journal of the European Union. – L 336/33 (23.12.2003). 9. *Executive Summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions Available in Member-States under the Market Abuse Directive (MAD) (REF. CESR // 07-693).* – 2008 (February). – 180 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.cesr-eu.org/data/document/07\\_693\\_2\\_.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/07_693_2_.pdf). – P. 32–34. 10. *Бірюк С.О.* Контроль за правопорушеннями на фондовому ринку // Цінні папери. – 2009. – № 4 (546). 11. *Executive Summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions.* Ibid. – P. 58.