



<https://doi.org/10.15407/eip2020.01.063>

УДК 336.761

JEL G12, G14, G18, K22

Шишков С.Є., канд. екон. наук
директор ПрАТ "Фондова біржа
"Перспектива"" (Дніпро)
ORCID 000-0003-4440-9572
e-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

ВІДНОВЛЕННЯ ДОВІРИ ДО ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ: ЧИ ДОСТАТНЬО УЖОРСТОЧЕННЯ НОРМ ЗА ЗЛОВЖИВАННЯ НА РИНКУ?

Оцінено ефективність протидії зловживанням на фондовому ринку України. Виявлено, що проблема неналежного законодавчого оформлення протидії зловживанням на фондовому ринку має наслідком безсистемне і необ'єктивне правозастосування з боку регулятора (НКЦПФР). З'ясовано, що запропонований варіант імплементації до національного законодавства вимог регламенту MAR (Market Abuse Regulation) та Директиви MAD II (Market Abuse Directive) є неадекватним як у контексті функціональної ролі ринку в економіці, так і в контексті необґрунтованого розширення повноважень регулятора. Констатовано, що неврахування зазначених питань на рівні перспективного законодавства не тільки не підвищить довіру до фондового ринку, а й блокуватиме стимули для його розвитку.

Обґрунтовано, що впровадження у національне законодавство жорстких заборонних норм для протидії зловживанням на фондовому ринку на основі імплементації саме європейського підходу має бути максимально докладним, однозначним та відповідним незрілому стану ринку. При цьому заборонні норми мають стати невід'ємною складовою системних кроків, спрямованих на покращення якості ринку, а за його відсутності – вектором для стимулювання розвитку. Необхідно, аби в умовах незрілості ринку та фактичної відсутності окремих його сегментів жорсткі норми щодо заборони зловживань учасниками ринку застосовувалися виважено та – у разі недостатньої обґрунтованості та суб'єктивності правозастосування супроводжувалися симетричною відповідальністю регулятора.

Ключові слова: фондовий ринок, фондова біржа, цінні папери, публічна компанія, публічна пропозиція, лістинг, інформаційна асиметрія, зловживання на ринку, маніпулювання, інсайдерські правочини

Дієвість фондового ринку як механізму залучення інвестицій невіддільна від справедливого ціноутворення. Серед відомих засобів протидії інформаційній асиметрії та невизначеності чи не єдиним та найбільш ефективним є імперативна роль біржової торгівлі та справедливих цін за її наслідками. Інформаційна асиметрія та ринкові зловживання спроможні нівелювати позитивну роль біржових цін, і саме тому законодавство держав із розвиненими фондовими ринками передбачає жорсткі регуляторні та кримінальні санкції за такі зловживання.

Неспроможність неліквідних та нерозвинених ринків (у т.ч. українського) забезпечити об'єктивне та регулярне ціноутворення на фінансові інструменти суттєво ускладнює завдання формування належних регуляторних та заборонних практик, навіть попри спроби імплементації правової основи та досвіду зрілих ринків. Адже така

імплементация (особливо в частині впровадження жорстких заборонних норм за ринкові зловживання) має враховувати існуючі деформації та дисфункції, притаманні незрілим ринкам, зокрема складнощі відокремлення маніпулятивних дій від прийнятних, але не надто досконалих ринкових практик.

Проблемні питання функціонування фондових ринків, зокрема, в контексті протидії ринковим зловживанням, знайшли відображення в дослідженнях багатьох вітчизняних науковців та фінансистів, зокрема, Р. Волинця, О. Дудорова, Д. Каменського, О. Кашкарова, В. Тертишника, О. Заруцької, О. Мозгового, В. Оскольського, О. Сохачької, Н. Шелудько, І. Школьник тощо. Варто зазначити, що в працях відомих зарубіжних дослідників питань протидії інформаційній асиметрії та зловживанням на ринку, зокрема таких, як Дж. Акерлоф, Р. Аггарвал, А. Блахньо-Пажих, Ф. Аллен, Д. Гейл, Д. Портер, М. Спенс, Дж. Стігліц, К. Феліксон, Р. Хансен, А. Чакраборті, Р. Ярроу тощо, основну увагу спрямовано на найбільш розвинені ринки капіталу. Натомість залишаються недостатньо висвітленими питання умов імплементации правового та регуляторного досвіду розвинених ринків щодо протидії зловживанням законодавством та регуляторними практиками на незрілих та неліквідних фондових ринках.

Актуальність дослідження окреслених питань набуває особливої ваги з огляду на те, що протидія зловживанням в інтерпретації регулятора фондового ринку України (НКЦПФР) позиціонується як найбільше досягнення за останні п'ять років та чи не головне завдання у справі реформування ринку¹.

¹ Про це знову наголошувалося у ході публічного обговорення *Стратегії розвитку фінансового сектора України до 2025 року* – програмного документу розвитку на наступні п'ять років. Стратегія характеризує поточний стан фінансового сектора станом на грудень 2019 р. таким чином:

– фондовий ринок очищений і прозорий, однак обсяги операцій з акціями та облигаціями підприємств є дуже низькими;

– у рамках очищення фондового ринку та системної боротьби з маніпулюванням цінами протягом 2015–2019 рр. зупинено обіг цінних паперів 49 емітентів через ознаки фіктивності, зупинено торгівлю цінними паперами 273 емітентів, анульовано 136 ліцензій на провадження професійної діяльності на фондовому ринку. Зупинення обігу "сміттєвих" цінних паперів дало змогу отримати більш об'єктивну оцінку стану та розміру фондового ринку;

– через зменшення неринкових угод на організованому ринку обсяг торгів акціями та облигаціями підприємств на ньому скоротився у 2018 р. на 80% порівняно з 2014 р.;

– боротьба зі зловживаннями на ринках капіталу залишається пріоритетним питанням. З метою запобігання вчиненню правопорушень та невідворотності покарання необхідним є внесення змін до законодавства, які закладуть передумови для протидії зловживанням на фондовому ринку, удосконалять систему нагляду та контролю за діяльністю її учасників відповідно до міжнародних стандартів.

Стратегією передбачається побудова системи протидії та запобігання правопорушенням на ринках капіталу відповідно до вимог актів ЄС (зокрема Регламенту 596/2014 від 16.04.2014 р. стосовно зловживань на ринку, MAR, та Директиви 2014/57/ЄС від 16.04.2014 про кримінальні санкції за зловживання на ринку, MAD II), які ефективно попереджають та припиняють шахрайства на ринках капіталу, зокрема, використання "схем Понці", інсайдерської інформації та маніпулювання.

Для досягнення такого стану ринку відповідно до Стратегії необхідне:

– забезпечення відповідності національного законодавства щодо протидії зловживанням на ринках капіталу вимогам MAR та MAD (до 2025 р.),

– посилення повноважень регуляторів для ефективного запобігання та забезпечення покарання за зловживання у фінансовому секторі, зокрема наділення повноваженнями щодо проведення перевірок фактів шахрайства з фінансовими інструментами (до 2023 р.),

– впровадження норм щодо протидії зловживанням на ринках капіталу, в т.ч. за маніпулювання на ринках капіталу та організованих товарних ринках, використання інсайдерської інформації, зокрема відповідно до MAR та MAD (до 2023 р.).

З огляду на зазначене, **мета статті** полягає у виявленні причин незадовільного стану протидії зловживанням на фондовому ринку України та з'ясуванні умов імплементації досвіду ЄС щодо жорстких заборонних норм за такі зловживання в умовах недостатньої правової визначеності.

1. Протидія зловживанням на фондовому ринку України: проміжні підсумки

Починаючи з 2015 р., коли НКЦПФР очолило нинішнє керівництво, на фондовому ринку було розпочато активне правозастосування, що мало ознаки "регуляторної кампанії". Зокрема, за лічені місяці 2015 р. було порушено 111 справ щодо маніпулювання цінами. Пізніше цей вал справ трохи зменшився (значною мірою, через тривалий розгляд справ та наступне активне оскарження накладених санкцій у судах), але й у 2016–2018 рр. справи порушувалися та розглядалися десятками.

Через зростання ліцензійних вимог та регуляторного навантаження торговцям цінними паперами, які відчули на собі тиск регулятора, стало простіше відмовитися від ліцензії та покинути ринок, де інвестиційні можливості та маржинальність постійно скорочуються (на відміну від бюджету НКЦПФР, табл. 1).

Таблиця 1

Динаміка учасників ринку та показників правозастосування НКЦПФР у 2014–2018 рр.

Показник	2014	2015	2016	2017	2018	2018/ 2014, %
Кількість торговців ЦП, од.	462	369	302	270	242	-48
Кількість професійних учасників ринку, од.	1 124	955	843	785	745	-34
Частка ліцензій професійних учасників, дію яких анульовано або зупинено, %	3	4	4	6	3	0
Кількість штрафів за порушення щодо фінансового моніторингу, од.	74	30	57	125	91	+23
Сума штрафів за маніпулювання, млн грн	340	3 270	5 440	2 890	816	+140
Порушено справ за маніпулювання цінами, од.	5	111	43	6	13	+160
Бюджет НКЦПФР, млн грн	43	43	53	87	126	+193

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [1].

Чи дійсно до 2015 р. регулятор не помічав маніпулювання або навмисне не порушував справ щодо таких зловживань, а у 2015 р. новий склад керівництва НКЦПФР "прозрів" та виявив маніпулювання на ринку у нечуваних масштабах? (Причому без жодних змін у законодавстві!)

Торговці цінними паперами до початку кампанії з "очищення ринку" взагалі не вважали, що їхні звичайні операції з купівлі-продажу цінних паперів та підтримки їх ліквідності за умов системної цінової нестабільності та неочевидності критеріїв зловживань реально можна буде кваліфікувати як маніпулювання. А після 2015 р. учасники ринку просто припинили операції з цінними паперами, які раптом, значно пізніше за проведені операції, були визнані регулятором фіктивними, "технічними", сумнівними

Ще більше впевненості, що саме "боротьбу зі зловживаннями" НКЦПФР обрала як головний засіб побудови сучасного фондового ринку в Україні, додала потужна PR-кампанія, що продовжується вже п'ять років.

(неначе не той самий регулятор реєстрував емісії та отримував звітність емітентів таких цінних паперів – до речі, з критеріями "фіктивності" також було не так все просто й окремі емітенти такий статус небезуспішно оскаржили).

Зазначена ситуація слугує яскравою демонстрацією недосконалості законодавства та, як наслідок, непередбачуваності правозастосування, коли від учасників ринку вимагають неможливого – зокрема, спроможності заздалегідь передбачати, які операції та з якими фінансовими інструментами НКЦПФР через кілька років почне самостійно (на свій розсуд, без належного правового врегулювання) трактувати як сумнівні та пов'язані зі зловживаннями.

Учасники ринку розглядають поточну ситуацію щодо ефективності реформ у фінансовому секторі та "очищення" ринку під іншим кутом зору: так, у спільній заяві учасників фондового та товарного ринків, які у серпні 2019 р. звернулися до Президента з проханням не допустити знищення фондового ринку внаслідок дій його регулятора (НКЦПФР), йшлося про:

- невиконання кількісних та якісних показників розвитку фондового ринку, передбачених Стратегією розвитку фінансового сектора до 2020 р.²;

- скорочення не тільки торговельної, а й емісійної діяльності (у 6,5 разів за акціями, удвічі за облігаціями підприємств), що, до того ж, здійснюється насамперед державними компаніями та банками;

- неприйняття необхідних ринку законів та, навпаки, неякісний рівень імплементації європейської правової основи та відсутність розуміння наслідків ініційованих законодавчих змін, у т.ч. профанація процедур squeeze-out;

- винятково каральний характер регулювання, ігнорування інтересів національних емітентів та інвесторів, абсолютна відсутність діалогу з учасниками ринку разом з їх публічною дискредитацією тощо [2, 3].

Регулятор у Стратегії розвитку фінансового сектора України до 2025 р. не тільки звертає увагу на вражаючі кількісні показники п'ятирічного "очищення" ринку, рапортує про вже досягнуте очищення і прозорість ринку, а й обґрунтовує необхідність подальшої боротьби, збільшення повноважень і фінансування. На "жертви" пропонується не зважати, адже це стосується лише "неринкових" угод та "сміттєвих" цінних паперів, скорочення обсягів біржових торгів констатується лише для акцій та облігацій підприємств, а ринок не звужується, а просто отримав "більш об'єктивну оцінку стану і розміру".

Проте скорочення обсягу біржових торгів за час реалізації попередньої Стратегії розвитку фінансового сектора спостерігалось не тільки щодо акцій та облігацій підприємств, а й щодо державних облігацій (у 2018 р. на 55% порівняно з 2014 р., табл. 2).

Практично щодо всіх фінансових інструментів спостерігається міграція обігу на позабіржовий ринок. Пояснення зменшення торговельної активності в сегментах не-

² Зокрема, замість запланованого до 2020 р. отримання статусу Advanced Emerging для фінансового ринку Україна не представлена навіть у листі очікування на найгірший рівень класифікації FTSE – Frontier Market. За оцінками розвитку фінансового ринку та регулювання фондових бірж (за методикою розрахунку Індексу глобальної конкурентоспроможності) Україна стабільно посідає одні з останніх місць у світі. Співвідношення вартості активів публічних інститутів спільного інвестування до ВВП при меті в 10% фактично протягом 2015–2018 рр. скоротилося з 0,1% до 0,01% [4]. Плани щодо досягнення активами другого рівня пенсійної системи позначки у 2% ВВП також вкрай далекі від реалізації.



державних інструментів також не надто коректне, адже така тенденція була характерною не тільки для "сміттєвих" цінних паперів, а й для акцій (у т.ч. так званих індексних) та облігацій відомих емітентів – галузевих лідерів³.

Таблиця 2

**Показники біржового обігу окремих видів цінних паперів в Україні
у 2014–2018 рр.**

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2018/2014, %
Обсяг біржових торгів, млрд грн:	619,7	286,2	235,4	205,8	260,9	-57,9
державні облігації	545,8	250,1	210,1	189,5	245,7	-55,0
акції	24,5	5,2	2,1	5,0	1,2	-95,2
облігації підприємств	32,8	13,5	9,2	6,1	10,3	-68,7
Обсяг біржових торгів до ВВП, %	39,6	14,5	9,9	6,9	7,3	-32,3
Частка обігу на фондових біржах, %:						
державні облігації	79,3	88,3	61,9	74,0	60,5	-18,8
акції	6,3	1,1	0,4	4,0	1,5	-4,8
облігації підприємств	47,0	25,2	16,5	20,5	30,5	-16,5

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [1].

І, звісно, зовсім по-різному регулятор та учасники ринку оцінюють якість протидії зловживанням на ринку та відповідного правозастосування.

Проблема належного законодавчого оформлення протидії зловживанням на ринку є дуже болючою. Про це свідчить не тільки порушення регулятором 173 справ щодо маніпулювання у 2015–2018 рр. та численні санкції до учасників ринку (аж до позбавлення ліцензій), а й тривалі судові процеси, суперечливе правозастосування, складнощі у судово-експертному забезпеченні проваджень, відсутність адекватної методології виявлення зловживань та узагальнень щодо судової практики. Через правову невизначеність учасники ринку просто не розуміють усього зростаючого спектра підходів регулятора до того, щоб кваліфікувати їхні дії як маніпулювання, тому для мінімізації правових ризиків намагаються перенести укладення угод за межі регульованого (біржового) ринку.

Для розуміння контексту проблеми варто звернутися до 2011 р., коли у чинному законодавстві України вперше виникли норми щодо визначення маніпулювання та санкції за таке правопорушення. Тривалий час ця норма була "сплячою", тим більше, що про суб'єктивність критеріїв маніпулювання та недостатню визначеність питання у законодавстві зазначалося ще під час публічного обговорення і з того часу ситуація з правовою визначеністю на краще не змінилася. Тому в 2012–2014 рр. порушення справ за ознаками маніпулювання було епізодичним (4–7 випадків на рік). Згодом ухвалені у 2011 р. законодавчі норми щодо протидії маніпулюванню несподівано для багатьох учасників ринку перетворилися на вагомий, але вибірково застосовуваний "кийок".

Навіть відмова від операцій з проблемними емітентами не гарантує від санкцій, адже є випадки, коли *санкції накладалися за операції, які відбувалися ще до того, як емітент був визнаний фіктивним чи обіг його цінних паперів було припинено*, тож фактично йдеться про необхідність для учасників ринку заздалегідь передбачати конкретні обмежувальні заходи НКЦПФР щодо емітентів [4]. Проте "телепатична суперспроможність", якої регулятор вимагає від брокерів, насправді би передбачала використання інсайдерської інформації, що дійсно варто було би розглядати як зловживання.

³ З 2014 р. по 2018 р., за даними звітів НКЦПФР, обсяг торгів акціями АТ "Райффайзен Банк Аваль" скоротився утричі (з 741 до 245 млн грн), АТ "Укрнафта" – у п'ять разів (з 766 до 142 млн грн), АТ "Мотор Січ" – у дев'ять разів (з 2166 до 241 млн грн).

Окрім торговців цінними паперами, яких постійно звинувачують та від яких регулярно вимагають пояснень щодо економічної сутності їх операцій, страждають біржі, адже саме на них покладено первісний контроль угод на предмет наявності ознак маніпулювання. Через відсутність правової визначеності у питаннях віднесення тих чи інших дій учасників ринку до маніпулювання, точка зору фондової біржі може не співпадати з баченням регулятора. Тож на фондову біржу теж накладаються санкції – вже за невиявлення угод, які, на думку фахівців НКЦПФР, мають ознаки маніпулювання.

Разом із тим проблема непередбачуваності правозастосування стосується всього ринку, а не тільки бірж та безпосередніх учасників біржових торгів. Уже зараз інституційні та пересічні інвестори змушені надавати пояснення щодо економічного сенсу своїх операцій на фондових біржах та стають суб'єктами справ про правопорушення. Переважна кількість інвесторів абсолютно до цього не готова, що дисонує з постійно висловлюваними планами держави щодо залучення коштів населення в інструменти фондового ринку (в т.ч. в інструменти публічного боргу держави). У гучних інформаційних компаніях багато йдеться про доходність, але не про непрогнозовані правові ризики для інвесторів, пов'язані із тим, що вони несподівано можуть стати не жертвою зловживань, а учасниками операцій, які кваліфікуються як маніпулювання. А після імплементації європейського законодавства жорсткі заборонні норми поширяться не тільки на членів бірж, а й на всіх учасників операцій з цінними паперами, деривативами та товарами, включаючи інвесторів – клієнтів брокерів. За умови біржових торгів у безадресному (анонімному) режимі та більш-менш суттєвої кількості покупців та продавців фінансових інструментів суттєво зростає ризик виявитися одним із учасників операцій, частина з яких має ознаки маніпулювання (особливо якщо ці ознаки визначатимуться так само суб'єктивно, як і сьогодні). І поки що незрозуміло, яким чином при значних масивах операцій з фінансовими інструментами регулятор визначатиме (і чи визначатиме взагалі) сумлінних інвесторів, відокремлюючи їх від фактичних учасників зловживань?

Тим більше, що регулятор спроможний накласти санкцію навіть на маркетмейкерів та первинних дилерів, незважаючи на прямі норми національного законодавства та європейську правову основу, які передбачають, що операції осіб, які підтримують ліквідність на підставі відповідних договорів з біржею або емітентом, апіорі не є маніпулюванням.

Згідно з чинним законодавством про державне регулювання ринку цінних паперів кількість існуючих прав, завдань та інших повноважень НКЦПФР станом на 01.01.2020 р. сягає 118. Хоча ефективність їх реалізації викликає питання, обсяг повноважень передбачається суттєво розширити законодавчо, а також надати додаткові ресурси для фінансування регулятора за рахунок внесків учасників ринку. Очікується, що це має підвищити довіру внутрішніх та іноземних інвесторів до ринку та сприяти залученню інвестицій.

Утім варто нагадати, що ринок публічного державного боргу, який натеper є єдиним сегментом фондового ринку України, привабливим для внутрішніх та іноземних інвесторів, інтенсивно розвивається без жорстких заборонних норм та без особливої участі НКЦПФР, а завдяки іншим державним органам (Міністерству фінансів як емітента, НБУ як агента з розміщення, депозитарію та регулятору основних учасників ринку).

Через високу транспарентність ринку, публічність емітента, зацікавленість у ефективному функціонуванні та виконанні зобов'язань, у т.ч. надання зручного доступу нерезидентам через лінк НБУ з Clearstream, у 2017–2019 рр. вдалося збільшити обсяги

залучень у державні облігації України від нерезидентів з 6 до 118 млрд грн, від населення – з 0,1 до 10 млрд грн. *Саме це і можна вважати показником довіри.* Саме від зростання об'ємів ринку та зменшення вартості залучень стали більш прогнозованими та менш мінливими ціни та дохідності державних облігацій [5, 6], саме від цього зменшилися можливості для зловживань.

З огляду на міжнародний досвід у питаннях законодавчої протидії зловживанням можна виділити два принципові підходи:

1) у США законодавство не надто докладно конкретизує критерії маніпулювання, не женеться за однозначним визначенням, застосовує досить загальні фрази, але при призначенні покарання суди комплексно та вкрай детально розглядають *економічну сутність* конкретних операцій;

2) в ЄС це питання впорядковано на рівні окремої Директиви MAD II (Market Abuse Directive) та регламенту MAR (Market Abuse Regulation закон прямої дії), де *докладно визначені* критерії зловживань та їх відмінності від звичайної ринкової практики.

На жаль, у вітчизняній практиці наразі не спостерігається ані уваги до адекватної оцінки економічної сутності, ані докладності визначень протиправних дій.

Намагання регулятора дослідити економічний сенс операцій на сайті НКЦПФР, наявні в опублікованих документах щодо порушених справ⁴ та у судових рішеннях, зазвичай видаються достатньо примітивними та не враховують очевидних підходів до економічного аналізу та бухгалтерського обліку. Зокрема, не враховується балансова вартість цінних паперів, фінансовий результат визначається не між операціями купівлі та подальшого продажу, а між операціями продажу та наступного придбання тощо. Крім того, розмір фінансових санкцій часто незіставний зі шкодою для учасників операцій та ринку загалом⁵.

І взагалі формалізованих обґрунтувань, аналізу, який передував би порушенню НКЦПФР справ щодо маніпулювання та на який регулятор посилається у постановках про правопорушення, не бачили не тільки учасники ринку, до яких застосовані санкції, але навіть і суди, до яких учасники ринку звертаються з метою захисту своїх інтересів.

Звісно, дослідження економічного сенсу здійснюється не щодо всіх угод, які відбуваються на регульованих ринках, а лише щодо тих, які викликають обґрунтовані підозри, оскільки відповідають певним ознакам (критеріям). Виявлення зловживань дійсно є достатньо складним завданням та не вирізняється значною розробленістю, в т.ч. в іноземних дослідженнях, які більшою мірою вивчають зловживання на прикладах розвинених ринків. Проте на зрілих ринках це завдання достатньо ефективно вирішується регуляторами, у співпраці із біржами та саморегулювальними організаціями. SEC, BAFIN та інші регулятори застосовують комплексні програмні рішення та процедури, які дозволяють в автоматичному режимі, з використанням численних методів дослідження, виокремити підозрілі операції серед значної кількості трансакцій, провести їх щільний

⁴ Правозастосування / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/enforcement/#win2>

⁵ Так, у 2016 р. на державний банк було накладено санкцію в розмірі 170 тис. грн, що майже у 9 тисяч разів (!) перевищує штучно розрахований регулятором торговельний "збиток" (та "прибуток" його контрагентів) у розмірі 19 грн за операціями з трьома випусками державних цінних паперів за три умовно виокремлені торговельні дні (протягом періоду в півроку!) Коливання цін біржових угод протягом дня становили 0,02–0,03%, тож незрозуміло, як це могло негативно позначитися на ринку. Банк був первинним дилером за державними облігаціями та діяв на підставі угоди з Мінфіном як емітентом, тож його операції за законом чітко визначені як такі, що не є маніпулюванням. Понад те, банк довів у суді, що за зазначеними операціями отримав не збиток у 19 грн, а суттєвий торговельний прибуток, а загалом доход від володіння цінними паперами сягнув 135 млн грн.

аналіз та лише після цього прийняти обґрунтовані рішення щодо ініціювання розслідування зловживань [7,8].

Для належного функціонування таких систем виявлення зловживань (зокрема для побудови алгоритмів, математичних моделей, статистичних та інших методів опрацювання інформації) необхідні зрозумілі та однозначні якісні та кількісні критерії. А відповідно – необхідні однозначне та докладне нормативне визначення таких критеріїв, застосування зрозумілої та ретельно відпрацьованої термінології, методологічне забезпечення.

Натомість визначення зловживань (насамперед маніпулювання) на рівні існуючого законодавства України та нормативно-правових актів НКЦПФР та застосовувана для цього термінологія грішать суб'єктивністю, вони неконкретні, суперечливі. Методика, за якою регулятор начебто виявляє маніпулювання, не додає визначеності, а після запитів учасників ринку стала ще й неопублічною⁶, – можливо, тому, що вона фактично позбавлена методів досліджень? На запити учасників ринку щодо термінології та методології виявлення зловживань регулятор відповідає відписками та ділиться планами врегулювати це шляхом ухвалення нових законів.

Однак існуючі суб'єктивні критерії маніпулювання активно застосовуються у порушених справах, а згодом у судах. Більше того, регулярно виникають нові "критерії", жодним чином не впорядковані в законодавстві (наприклад, операції укладаються "протягом лічених хвилин", "цінні папери, що є предметом угод, перебувають у активах ІСІ" тощо). У 2019 р. регулятор у своїх запитах почав вимагати пояснень щодо підстав для коливання цін фінансових інструментів вже не в межах одного чи кількох торговельних днів, а у межах цілого року. Через відсутність конкретних та кількісно вимірюваних критеріїв зловживань санкції НКЦПФР можуть застосовуватися і у випадку значного (на розсуд регулятора) коливання біржових цін, і у випадку їх мінімальних коливань. Операції щодо одних і тих самих фінансових інструментів з аналогічними цінами, які проходять на різних біржах, можуть мати діаметрально різні наслідки – від позбавлення ліцензій торговців цінними паперами до закриття справи про правопорушення. Таким чином, недоліки правового регулювання у сфері маніпулювання, які зазначалися ще при ухваленні відповідного законодавства у 2011 р., створюють можливості для суперечливого правозастосування та ускладнюють для постраждалих учасників ринку захист своїх прав [8].

Отже, з огляду на необхідність імплементації саме європейської правової основи та недостатній ступінь довіри до регуляторів та судової системи, ключовою для України має стати докладна законодавча визначеність критеріїв зловживань.

Численні правові негаразди існуючого законодавства та практики правозастосування за зловживання на ринку капіталів в Україні докладно проаналізовані у комплексному дослідженні [8]. Саме під цим кутом зору варто дослідити перспективне законодавство.

2. Перспективне законодавство про кримінальні санкції за зловживання на ринку

Що ж планується для приведення законодавства України до стандартів ЄС щодо протидії маніпулюванню?

Згідно зі Стратегією розвитку фінансового сектора України до 2025 року, за наслідками імплементації європейської правової основи кримінальну відповідальність за зловживання на фондовому ринку в Україні має бути замінено – з нинішніх не надто

⁶ Наказом НКЦПФР від 14.12.2018 р. № 230 цей документ віднесено до відомостей, що в НКЦПФР становлять службову інформацію.



значних штрафів та позбавлення права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на позбавлення волі на строк до восьми років. Звичайно, це достатньо суворе покарання, що значно жорсткіше за покарання за інші види шахрайських правопорушень та зіставне із покаранням за дуже тяжкі кримінальні злочини.

Наразі обговорюються два проєкти законодавчих актів (ПЗУ).

У ПЗУ № 2284 від 17.10.2019 р. (про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів) [9], який є вже четвертою спробою імплементувати європейські підходи (зокрема, *Markets in Financial Instruments Directive*, MIFID II) до регульованих ринків та деривативів, текст про маніпулювання залишається без змін, але сфера компетенції НКЦПФР (та, відповідно, можливість покарання) поширюється на товарні біржі та учасників товарних ринків.

У ПЗУ "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту інвесторів від зловживань на ринках капіталу" (оновлення попереднього проєкту № 6303 від 06.04.2017 р.) очікується імплементация MAR, але досвід не свідчить, що вона буде достатньо коректною. Зокрема, ще й тому, що НКЦПФР, мабуть, принципово, уникає ініціювання офіційних перекладів державною мовою європейських директив та регламентів щодо функціонування ринку капіталів.

На вебсайті урядового Офісу координації європейської та євроатлантичної інтеграції, до завдань якого Постановою КМУ № 759 від 04.10.2017 р. віднесене забезпечення здійснення перекладу *acquis* ЄС українською мовою, офіційні переклади MAD II та MAR відсутні. Міністерство юстиції України свого часу переклало лише текст Директиви № 2008/26/ЄС від 11.03.2008 р. [11], яка вносила зміни до первісної Директиви 2003/6/ЄС від 28.01.2003 р. про інсайдерські операції та маніпулювання (зловживання ринком, MAD I). На урядовому порталі MAR міститься лише у Орієнтовному плані перекладу актів *acquis* ЄС на 2019–2020 рр. [11].

Мабуть, єдиним успіхом перекладачів можна вважати дослівне перенесення до ПЗУ положень MAD II та MAR щодо покарань.

Доречно зауважити, що завдання імплементации до національного законодавства вимог MAR та MAD ставилося ще у попередній Стратегії розвитку до 2020 р., але виконати це завдання (як і багато інших) не вдалося. Навіть часу на ініціювання офіційного перекладу за п'ять (2015–2019) років не знайшлося. Проте проблеми пов'язані не стільки з недотриманням строків імплементации європейських норм, скільки з очікуваною якістю імплементации та вадами існуючого та перспективного законодавчого оформлення, що, попри свою "реформованість", тим не менш, не завадило правозастосуванню НКЦПФР.

Аналіз обговорюваного ПЗУ про зловживання свідчить, що в окремих випадках передбачаються кримінальні санкції, навіть жорсткіші за вимоги ЄС: зокрема, вимоги MAD II можуть передбачати позбавлення волі строком на один рік, а згідно з ПЗУ – щонайменше на два роки, а максимальні строки позбавлення волі у окремих випадках збільшують з чотирьох (вимоги MAD II) до восьми років (ПЗУ). Разом із тим підвищено кількісні критерії значущості та тяжких наслідків для зловживань. Замість штрафів з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю впроваджується покарання у вигляді позбавлення волі на тривалі строки (табл. 3).

Фінансові санкції зростають у 450–10000 разів або впроваджуються нові фінансові санкції за порушення, щодо яких раніше не було вимог або санкції застосовувалися у формі попередження чи анулювання ліцензії (табл. 4).

Таблиця 3

Порівняння чинних та перспективних кримінальних санкцій за зловживання на ринку

Правопорушення	Чинне законодавство (ККУ, ст. 222, 232*)	ПЗУ про зловживання (ККУ, ст. 222 ¹ , 232 ¹)	МАД II (ст. 7)
Маніпулювання на фондовому ринку	Значний розмір (≥ 500 НМДГ): штраф 3–5 тис. НМДГ; позбавлення права обіймати певні посади / займатися певною діяльністю до трьох років	Значний розмір (≥ 600 тис. НМДГ): позбавлення волі на строк 2–4 роки	Позбавлення волі на строк до чотирьох років
Маніпулювання на фондовому ринку	Повторно / за попередньою змовою групою осіб / тяжкі наслідки (школа ≥ 1000 НМДГ): штраф 5–10 тис. НМДГ, позбавлення права обіймати певні посади / займатися певною діяльністю до трьох років	Повторно / за попередньою змовою групою осіб / тяжкі наслідки (школа ≥ 1200 тис. НМДГ): позбавлення волі на строк 4–8 років з конфіскацією майна	Позбавлення волі на строк до чотирьох років
Неправомірне розкриття інсайдерської інформації	Штраф 750–2000 НМДГ, можливе позбавлення права обіймати певні посади / займатися певною діяльністю до трьох років	Позбавлення волі на строк до двох років	Позбавлення волі на строк до двох років
Вчинення інсайдерських правочинів	Значний розмір (≥ 500 НМДГ): штраф 3–5 тис. НМДГ, можливе позбавлення права обіймати певні посади / займатися певною діяльністю до трьох років	Значний розмір (≥ 600 тис. НМДГ): позбавлення волі на строк 2–4 роки	
Неправомірне розкриття або вчинення інсайдерських правочинів	Повторно / за попередньою змовою групою осіб / тяжкі наслідки (школа ≥ 1000 НМДГ): штраф 5–8 тис. НМДГ, можливе позбавлення права обіймати певні посади / займатися певною діяльністю до трьох років. Дії, вчинені організованою групою: штраф 8–10 тис. НМДГ, можливе позбавлення права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю до трьох років	Повторно / за попередньою змовою групою осіб / тяжкі наслідки (школа ≥ 1200 тис. НМДГ): позбавлення волі на строк 4–8 років з конфіскацією майна	Позбавлення волі на строк до чотирьох років

Примітка: НМДГ – неоподатковуваний мінімум доходів громадян (17 грн).

Джерело: складено автором відповідно до Кримінального кодексу України (ККУ) та МАД II

Таблиця 4

Порівняння чинних та перспективних фінансових санкцій за зловживання на ринку

Правопорушення	Чинне законодавство	ПЗУ про зловживання	MAR
До фізичних осіб (чинне законодавство – КУпАП, ст. 163 ⁸ –163 ⁹ , ПЗУ – Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні", ст. 43, MAR – ст. 30)			
Маніпулювання на фондовому ринку	100–500 НМДГ; повторно або групою осіб – 500–750 НМДГ	до 5 млн євро (збільшення у 10 тис. разів)	до 5 млн євро
Неправомірне розкриття або вчинення інсайдерських правочинів	500–750 НМДГ	до 5 млн євро (збільшення у 10 тис. разів)	до 5 млн євро



Закінчення таблиці 4

Неправомірне розкриття або вчинення інсайдерських правочинів	500–750 НМДГ	до 5 млн євро (збільшення у 10 тис. разів)	до 5 млн євро
Невиявлення, неповідомлення про маніпулювання та інсайдерські правочини	-	до 1 млн євро	до 1 млн євро
Порушення щодо списку інсайдерів та інформування інсайдерів, списку керівників та інформування про їх правочини, вчинення правочинів протягом закритого періоду	-	до 0,5 млн євро	до 0,5 млн євро
До юридичних осіб (чинне законодавство – Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні", ст. 11, ПЗУ – ст. 45, MAR – ст. 30)			
Маніпулювання на фондовому ринку	10–50 тис. НМДГ або до 150% прибутку (надходжень)	15 млн євро або 15% сукупного річного обороту (збільшення у 450 разів)	15 млн євро або 15% сукупного річного обороту
Маніпулювання на фондовому ринку	10–50 тис. НМДГ або до 150% прибутку (надходжень)	15 млн євро або 15% сукупного річного обороту (збільшення у 450 разів)	15 млн євро або 15% сукупного річного обороту
Неправомірне розкриття або вчинення інсайдерських правочинів	10–50 тис. НМДГ або до 150% прибутку (надходжень). Повторно протягом року: 50–100 тис. НМДГ або 150–300% прибутку (надходжень)	15 млн євро або 15% сукупного річного обороту (збільшення у 450 разів)	15 млн євро або 15% сукупного річного обороту
Невиявлення, неповідомлення про маніпулювання та інсайдерські правочини; порушення порядку розкриття інсайдерської інформації		2,5 млн євро	2,5 млн євро
Порушення щодо списку інсайдерів та інформування інсайдерів, списку керівників та інформування про їх правочини, вчинення правочинів протягом закритого періоду		1 млн євро	1 млн євро

Джерело: складено автором відповідно до MAR [13, 14].

Окрім накладення жорсткіших фінансових санкцій, НКЦПФР отримує багато нових прав і повноважень:

– проводити перевірки щодо наявності ознак маніпулювання, використання інсайдерської інформації, інших порушень законодавства про фондовий ринок, про акціонерні товариства та про захист прав споживачів фінансових послуг;

– звертатися до суду з позовом (заявою) про припинення юридичної особи за порушення заборони вчинення інсайдерських правочинів та/або неправомірного розкриття інсайдерської інформації, а також за маніпулювання;

- не звертатися щодо державної реєстрації власних нормативно-правових актів до Міністерства юстиції;
- суттєво (в рази) підвищити вартість адміністративних послуг;
- отримувати внески на регулювання з учасників ринку тощо.

Понад те, у випадку розслідування злочинів, передбачених ст. 222¹ та 232¹ ККУ (маніпулювання, неправомірне розкриття або вчинення інсайдерських правочинів) слідчий чи прокурор мають залучати як спеціаліста саме представника НКЦПФР. Якщо НКЦПФР, з одного боку, має і повноваження встановлювати факти здійснення зловживання, а з іншого – виступає експертом у суді, то про яку об'єктивність судочинства йдеться?

Натомість у ПЗУ жодним чином не йдеться про імплементацію ст. 11 МАД II, що передбачає *забезпечення належного навчання суддів, прокурорів, представників правоохоронних органів, кадрів судових та компетентних органів*, залучених до кримінального судочинства та розслідування зловживань на ринку. Дійсно, навіщо ж їх навчати, якщо після цього вони зможуть висловлювати кваліфіковані сумніви щодо позиції представника НКЦПФР?

Отже, замість точності закону учасникам ринку пропонується створення регулятора з декларативними завданнями, проте з унікальними гіперповноваженнями – не тільки в регуляторній сфері, а й у сфері кримінального судочинства.

Формально імплементація вимог MAR у частині визначення зловживань та, навпаки, дій, що не є маніпулюванням або інсайдерськими правочинами, а також питання протидії зловживанням видаються достатньо різноманітними.

Наразі відповідне правове регулювання існує на рівні двох статей: ст. 10¹ Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" та ст. 44–45 Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок". Пропоновані зміни сконцентровані вже у 13 статтях Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні": ст. 41² "Розкриття інсайдерської інформації", ст. 44 "Інсайдерська інформація", ст. 44¹ "Інсайдери", ст. 44² "Список інсайдерів", ст. 44³ "Інсайдерські правочини та неправомірне розкриття інсайдерської інформації", ст. 44⁴ "Заборона інсайдерських правочинів і неправомірного розкриття інсайдерської інформації", ст. 44⁵ "Зондування фондового ринку", ст. 45 "Маніпулювання на фондовому ринку", ст. 45¹ "Заборона маніпулювання на фондовому ринку", ст. 45² "Програма викупу акцій", ст. 45³ "Стабілізація фінансових інструментів", ст. 45⁴ "Попередження й виявлення зловживань на фондовому ринку", ст. 45⁵ "Правочини керівників".

Разом із тим детальний аналіз засвідчує схематичність та поверховість імплементації. Суттєву невідповідність засвідчує вже саме порівняння сфер дії MAR та ПЗУ. Згідно зі ст. 2 MAR сфера його застосування обмежується *винятково фінансовими інструментами* (допущеними до торгів на регульованому ринку, MTF, OTF або залежних / впливаючих на них за ціною/обсягом). Натомість ПЗУ розрізняє сферу дії для використання інсайдерської інформації та маніпулювання. Якщо інсайдерська інформація обмежується відомостями, пов'язаними з фінансовими інструментами, то щодо маніпулювання ст. 45 ПЗУ *розширює сферу застосування до навіть продукції*, яка є базовим активом фінансових інструментів, допущених до торгів.

В MAR питання правомірної та неправомірної поведінки особи, яка має інсайдерську інформацію, чітко визначені, відокремлені та врегульовані у ст. 9 та 10. Натомість у ПЗУ (ст. 44³) визначення правомірної поведінки (її меж) віднесене винятково до компетенції НКЦПФР. Як свідчить досвід, позиція НКЦПФР нечасто характеризується правовою визначеністю.

Якщо в МАР питанням прийнятних ринкових практик, які не є маніпулюванням, присвячена окрема і досить детальна стаття 13, що містить конкретний перелік критеріїв, з урахуванням яких мають затверджуватися прийнятні ринкові практики, то у ПЗУ обійшлися одним абзацом ст. 45, який не містить жодної конкретизації та знову відносить це питання до виняткової компетенції НКЦПФР.

Тож замість конструктивних кроків щодо стимулювання аналогічного розвитку для сегментів недержавних фінансових інструментів (акцій, корпоративних облігацій, деривативів) ринок укотре отримує часткову та неоднозначну імплементацію європейської правової основи, відсутність балансу у правовідносинах з регулятором, який остаточно стає монопольним арбітром у питаннях кваліфікації зловживань на ринку, а також завищені порівняно з ЄС кримінальні санкції та фінансові санкції, абсолютні невідповідні реаліям національної економіки. Але це жодним чином не вирішує проблеми відсутності справедливих цін та відсутності інших стимулів для виконання ринком капіталу його природних функцій – ані на рівні проєктів законодавства, ані на рівні стратегій розвитку фінансового сектора України.

Відповідальність для учасників ринку має збалансовуватися відповідальністю фахівців регулятора. Хоча НКЦПФР у деяких судових спорах з учасниками ринку вдається довести свою позицію, проте випадків, коли суд доходить висновку про необґрунтованість порушення справ та накладення санкцій за зловживання також вистачає: так, за даними річних звітів НКЦПФР, у 2016 р. судами першої інстанції ухвалено 27 рішень на користь суб'єкта фондового ринку, у 2017 р. – 19, у 2018 р. – 20.

Висновків з такої практики регулятор не зробив: немає відомостей про те, хто поніс відповідальність або про відповідне оновлення штату після програшів у суді. При цьому порушення справи та накладення санкції – це удар по репутації, оскарження в суді – це суттєві витрати коштів та часу. Отже, необґрунтовані справи мають наслідком репутаційні та фінансові витрати учасників ринку, складнощі здійснення ними діяльності, зменшення їх доходів та сплати податків, неефективне використання ресурсів самого регулятора, зменшення довіри до нього та до ринку загалом, обмеження продуктивності судової системи щодо розгляду значущих правопорушень. У одному з найбільш резонансних випадків торговець цінними паперами – після доведення безпідставності звинувачень НКЦПФР щодо маніпулювання у всіх судових інстанціях – був змушений звертатися до Президента України та Верховної Ради, оскільки регулятор місяцями не виконує рішення суду, який остаточно визнав протиправними та незаконними дії НКЦПФР щодо накладення штрафу та зупинення дії ліцензії [15].

Певною мірою ПЗУ порушує питання шкоди, заподіяної внаслідок рішень, дій та/або бездіяльності НКЦПФР (її працівників та/або залучених експертів), у т.ч. внаслідок їхньої професійної помилки. Разом із тим позови, подані проти таких осіб, вважаються позовами, поданими проти НКЦПФР, яка забезпечує їх правовий захист. Навіть у разі доведення в суді факту шкоди механізм відшкодування прописаний у ПЗУ не надто детально, а джерела відшкодування (зокрема виплати страхових компаній, де НКЦПФР має страхувати професійну відповідальність) залежать від коштів, які самі учасники ринку мають віддавати регулятору (у вигляді оплати адміністративних послуг та внесків за регулювання). Тож чи дійсно такий формат відповідальності регулятора є симетричним до заборонних норм для учасників ринку?

За відсутності симетричної відповідальності та в умовах фактичної відсутності ринку (принаймні ринку акцій та інших недержавних інструментів, насамперед у частині системної демотивації його базових, найбільш економічно значущих, учасників – емітентів та інвесторів) упровадження нечітких заборонних норм та забезпечення

можливостей для їх безумовного застосування неминуче призводить до підміни понять та створює умови для корупційних проявів.

Неврахування зазначених питань впровадження заборонних норм за зловживання на ринку на рівні перспективного законодавства не тільки не підвищить довіру до ринку, не дасть стимулів для його розвитку, а й не забезпечить реалізацію низки значущих функцій права:

- збереження невизначеності критеріїв зловживання та їх відмінностей від прийнятої ринкової практики ускладнить виконання економічної функції щодо регулювання економічних відносин, встановлення "правил гри" в економічній сфері;

- необґрунтоване, вибіркове та суб'єктивне правозастосування знизить ефективність виховної та запобіжної функцій, адже учасникам ринку будуть незрозумілі чинники та неочевидні наслідки правомірної та неправомірної поведінки;

- дисбаланс прав та відповідальності учасників ринку та регулятора може викликати сумніви у адекватності виконання регулятивної та компенсаційної функцій щодо забезпечення ефективного регулювання правовідносин на ринку та відшкодування наслідків неправомірних дій фахівців регулятора.

3. Економічні аспекти протидії зловживанням на ринку

Значною мірою відповідь на запитання, аносоване у назві статті, перебуває саме в економічній площині, адже суспільним інтересам загрожують економічні наслідки зловживання на ринку. Дійсно, чому законодавство країн з розвиненим ринком передбачає такі жорсткі заходи за правопорушення, пов'язані зі зловживанням ринком? Чи дійсно впровадження заборонних норм та надповноважень регулятора щодо їх застосування здатні вплинути на економічну складову правовідносин між учасниками фондового ринку? Якими мають бути індикатори такого впливу? Як співвідноситься сучасний стан національного фондового ринку із заборонними нормами у розвинених країнах?

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

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

Інформаційна асиметрія – ситуація, коли одна група економічних суб'єктів володіє необхідною інформацією, а інша – ні. Існування інформаційної асиметрії пов'язане з властивостями інформації як такої, а також особливостями її сприйняття та поведінкою одних економічних суб'єктів щодо інших. В економічній системі сигнали надходять до її суб'єктів з певним часовим лагом, тому останнім доводиться діяти в умовах перманентної невизначеності. Незважаючи на стрімкий розвиток інформаційних технологій і прискорення доступу до інформації, а також зростання її обсягів, проблема інформаційної асиметрії не зникає, а навпаки поглиблюється. В умовах глобалізації, багатоманітності потреб суспільства у фінансових послугах, динамізму цих потреб і технічних рішень щодо їхнього забезпечення, стрімкого розвитку фінансових інновацій та інформаційних технологій проблема інформаційної асиметрії перетворюється на одну з ключових економічних проблем [8].

У сфері фінансових ринків інформаційна асиметрія проявляється в тому, що якщо певні суб'єкти володіють більшим обсягом інформації про реальну вартість фінансових активів чи інвестиційні можливості, ніж інші учасники ринку, то це створює передумови для невірної оцінки ринком вартості фінансового активу та надає можливості більш інформованим учасникам отримати від цього певні переваги [16].

Маніпулювання та інсайдерська торгівля притаманні винятково регульованому (біржовому) ринку, найбільш значущою функцією якого є формування об'єктивних цінкових орієнтирів. Тож злочинні дії негативно вплинуть саме на якість виконання цінкової функції біржового ринку. Тому сувора відповідальність за ці правопорушення є законодавчим відображенням визначної ролі біржового ціноутворення.

Державне регулювання, активна участь держави відіграє значущу роль у системі протидії інформаційній асиметрії, її зниженні. Це, зокрема, державний контроль за якістю товарів і послуг, за належним функціонуванням фінансових ринків, а також впровадження заборонних норм, які встановлюють відповідальність за опортуністичну поведінку економічних суб'єктів, які користуються перевагами внаслідок інформаційної асиметрії.

Конкурентна біржова торгівля забезпечує напевне *єдиний спосіб досягнення справедливого (ринкового) ціноутворення та мінімізації інформаційної асиметрії*, але це значною мірою залежить від стану законодавчого забезпечення, регулювання та рівня розвитку фондового ринку. З огляду на важливу роль біржових цін для економіки, основні зусилля регуляторів фінансових ринків мають бути спрямовані саме на забезпечення визначення об'єктивних цінкових орієнтирів (дійсних цін та бенчмарків).

На незрілих ринках ефективність протидії інформаційній асиметрії, та, відповідно, її ефективність виявлення та запобігання зловживань, видається достатньо сумнівною через низку чинників:

1) низьку якість розкриття фінансової звітності про емітентів, оскільки воно має на меті суто формальне виконання регуляторних вимог, а не реальну зацікавленість у прозорості для залучення емітентом капіталу через інструменти фондового ринку;

2) недостатній рівень довіри інвесторів до локальних емітентів та їх цінних паперів;

3) обмежений досвід органів державної влади щодо виявлення та протидії досить специфічним зловживанням на фондовому ринку, недостатність прецедентів та узагальнень, зазвичай низький ступінь довіри учасників ринку до об'єктивності правозастосування та судочинства, зокрема через правову невизначеність;

4) недостатній розвиток інформаційних, аналітичних та експертних інститутів, які стикаються із суттєвими складнощами при оцінці справедливої вартості компаній та фінансових інструментів – унаслідок обмеженості методологічного забезпечення, певної умовності фінансової звітності (особливо для компаній у межах груп), недостатності чи обмеженості періоду наявних біржових цін, обмеженої кількості аналогічних компаній для порівняння їх фінансових та цінкових показників із досліджуваними;

5) обмеженість або відсутність активного ринку для більшості фінансових інструментів, тож за відсутності достатньої ліквідності, конкурентності та регулярності укладення угод фондової біржі не виконують функцію визначення справедливої (ринкової) вартості.

Найбільш значущими є чинники, пов'язані з базовими учасниками фондового ринку – емітентами та інвесторами. Без їх реальної економічної зацікавленості в ринку навряд чи принципово змінить ситуацію будь-яке покращення стану інститутів регулювання, інформаційного та судово-експертного забезпечення, ліквідності (за відсутності інтересу емітентів до обігу випущених цінних паперів ліквідність може бути забезпечена суто технічно, в т.ч. з метою маскування зловживань).

Економічні взаємовідносини між емітентами та інвесторами ґрунтуються на імперативі економічній доцільності у залученні та розміщенні капіталу на найкращих умовах. Якщо національний фондовий ринок не надає своїм базовим учасникам таких можливостей і для задоволення своїх потреб вони користуються послугами інших ринків, то важко очікувати ефективності від реформування інших ринкових інститутів. Зокрема, впровадження найкращих стандартів розкриття інформації та заборонних норм без зрозумілих стимулів для емітентів навряд чи може зумовити розвиток ринку та зменшити передумови для зловживань. Досвід фондового ринку України свідчить, що десятиліття винятково примусового характеру впливу на емітентів та зростаючих регуляторних вимог, без жодного просування у питаннях зручності та здешевлення залучення капіталу, може закономірно призвести лише до деградації емісійної діяльності, відмови емітентів від біржового обігу або взагалі втечі з ринку.

У контексті перспектив імплементації Україною кращого правового досвіду ЄС варто звернути увагу на те, що навіть у Польщі, фондовий ринок якої у 2018 р. інформаційна агенція FTSE Russel віднесла до розвинених, виникли суттєві складнощі із визначенням регулятором ринку прийнятних ринкових практик, аби відокремити такі дії від зловживань [8]. А незрілий ринок, який принципово відрізняється від розвинених сусідніх (і не лише через кількісні параметри, а через інституційні деформації), незважаючи на будь-які спроби формального копіювання, практично унеможливає існування прийнятних ринкових практик (якими вважається правомірна та загальноприйнята економічна поведінка учасників ринку, відповідна економічним функціям останнього).

На незрілому фондовому ринку України, в умовах неліквідності, нерегулярності угод, численних ризиків, значної волатильності, монополізації окремих галузей економіки та інших об'єктивних причин, відсутні умови та можливості для формування справедливих цін на переважну кількість фінансових інструментів (окрім державних облігацій), будь-які біржові ціни є штучними, а так звані "дійсні" ціни на ринку просто не існують. Можна припустити, що будь-яке ціноутворення на українському фондовому ринку є маніпулюванням. Проте це буде підміна понять, оскільки економічна природа маніпулювання полягає в штучному спотворенні саме об'єктивних цін. Водночас об'єктивні ціни можуть сформуватися лише за умов: 1) значно вищої ліквідності, конкурентності, адекватного регулювання; 2) тільки за інструментарієм публічних компаній, зацікавлених в існуванні таких об'єктивних цін [8, 17].

В Україні такі умови відсутні.

По-перше, далеко не будь-який ринок спроможний виконати функцію формування справедливої ціни. Очевидно, що організований ринок має виконувати цю функцію значно ефективніше за позабіржовий. Проте це зовсім не обов'язково. В Україні чимало сегментів фінансового ринку, що функціонують винятково поза біржами, однак питань до об'єктивності ціноутворення виникає значно менше, ніж на біржовому ринку. Серед них аукціони з первинного розміщення державних облігацій, тендери НБУ щодо укладення операцій РЕПО з банками, операції щодо державних облігацій у мережі Bloomberg, операції розміщення та купівлі-продажу депозитних сертифікатів НБУ тощо. Але, знов-таки, йдеться про боргові фінансові інструменти держави, ціноутворення за яким достатньо прогнозоване. Натомість аукціони, ініційовані державними органами (ФДМУ, ФГВФО, судові виконавці), щодо цінних паперів недержавних компаній (акцій, інвестиційних сертифікатів та облігацій підприємств), незалежно від місця проведення (біржовий чи позабіржовий ринок), нерідко стикаються або з відсутністю попиту, або із складнощами визначення навіть попередньої (стартової) ціни. Крім того, будь-які аукціони і тендери зазвичай проводяться нерегулярно та мають

певні особливості (тривалість процедури, єдиний переможець, неможливість дроблення пакетів, специфічні вимоги до акредитації учасників), тож саме постійно діючий біржовий (регульований) ринок дає можливість регулярно визначати справедливу ціну фінансових інструментів. Проте можливість – це не гарантія. Особливо на незрілому фондовому ринку України.

По-друге, публічних компаній – емітентів акцій, які б здійснили публічну пропозицію та публічно залучили капітал, в Україні просто немає. Навіть здійснення непублічних (фактично часто технічних) випусків в останні роки суттєво скоротилося (табл. 5), особливо якщо виокремити докапіталізацію банків (насамперед державних) та державних компаній.

Більше того, впровадження законодавчої вимоги стосовно проведення розміщення цінних паперів на біржі лише емітентами, які здійснили публічну пропозицію, що не має аналогів в Європі, позбавило організований ринок будь-яких розміщень взагалі. Тепер компанії, які не готові чи не можуть виконати жорсткі вимоги НКЦПФР до публічної пропозиції, в принципі не можуть провести розміщення на українських фондових біржах. Отже, за відсутності публічних компаній, які, на думку регулятора, можливо виникнуть у перспективі, біржовий ринок України перестав виконувати функцію залучення капіталу – так само як вже давно перестав виконувати функцію визначення справедливої ціни.

Таблиця 5
Випуск та обіг недержавних цінних паперів в Україні у 2014–2018 рр.

Показник	2014	2015	2016	2017	2018	2018 / 2014, %
Обсяг випусків, зареєстрованих НКЦПФР, млрд грн:	204,8	148,5	221,2	353,7	60,3	-70,5
акції	144,4	122,3	199,4	324,8	22,3	-84,6
акції недержавних емітентів*	13,55	20,78	8,81	27,54	2,43	-82,1
облігації підприємств	29,01	11,42	5,52	8,35	15,45	-46,7
Обсяг випусків недержавних емітентів* до ВВП, %	2,7	1,6	0,6	1,2	0,5	-2,2
Кількість випусків ЦП, допущених до торгів на фондових біржах:						
акції	1 910	1 558	1 207	491	376	-80,3
облігації підприємств	648	478	234	125	105	-83,8
Кількість лістингових ЦП:						
акції	182	64	8	7	4	-97,8
облігації підприємств	230	135	26	12	10	-95,7
Частка лістингових ЦП, %:						
акції	9,5	4,1	0,7	1,4	1,1	-8,4
облігації підприємств	35,5	28,2	11,1	9,6	9,5	-26,0

* Без урахування найбільших емісій із докапіталізації банків і державних компаній.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [1].

Саме тому в останні роки часто зауважують, у т.ч. і регулятор ринку, про відсутність самого ринку⁷.

Чи дійсно ринку за таких умов загрожують так звані зловживання? Чи може взагалі йтися про ринкові зловживання, якщо немає ринку?

⁷ Щонайменше, про відсутність ринку акцій, який зазвичай є базовим сегментом фондового ринку, відсутність інтересу до ринку з боку базисних його учасників (емітентів та інвесторів), невиконання інститутами ринку дієвих комунікацій між базисними учасниками.

Негативні наслідки формального застосування європейських норм на незрілому ринку можна продемонструвати на низці прикладів.

В Україні для значної кількості акцій досить поширеною є ситуація нерегулярних торгів та, відповідно, неактуальних біржових цін, адже до останнього часу для тисяч акціонерних товариств, які були публічними тільки за назвою, існувала вимога щодо обов'язкового перебування у біржовому списку принаймні однієї фондової біржі. Відміна цієї норми стала одним із факторів тотального скорочення кількості випусків акцій, допущених до біржових торгів. Утім, не єдиним фактором, адже скорочення кількості випусків облігацій підприємств було не менш значущим (табл. 5) – як унаслідок упровадження жорстких лістингових вимог, так і внаслідок загальної відсутності дієвих стимулів для емітентів щодо біржового розміщення та обігу.

І наразі, попри суттєве зменшення кількості біржового інструментарію, залишається чимало випусків цінних паперів, допущених до біржових торгів, але через відсутність інтересу з боку інвесторів біржові контракти за ними укладаються вкрай нерегулярно.

Додатковою проблемою є те, що, відповідно до вимог НКЦПФР, біржі відслідковують цінні коливання, в т.ч. у контексті протидії маніпулюванню, шляхом порівняння цін заявок та угод зі специфічними цінними орієнтирами (біржовим курсом, ціною закриття), що формуються винятково в безадресних умовах. При цьому частка біржових торгів у безадресних умовах незначна – не в останню чергу тому, що саме ціни за такими угодами найбільше контролюються регулятором.

Отже, щодо малоліквідних цінних паперів з нерегулярним, епізодичним ціноутворенням складається така типова ситуація: брокер отримує замовлення від клієнта і стикається з тим, що остання біржова угода укладалася, наприклад, півроку назад, а біржовий курс чи ціна закриття, – скажімо, 11 місяців тому.

Брокер може ризикнути і спробувати виконати клієнтське доручення на біржі. Проте, якщо ціна у замовленні клієнта суттєво відрізняється від останньої розрахованої ціни закриття, то, щонайменше, фіксується ситуація цінної нестабільності, здійснюється перевірка для з'ясування причин такої ситуації та інформується НКЦПФР, а також контролюється наявність ознак маніпулювання. У найгіршому випадку – порушується справа про маніпулювання. Фактично ціна закриття може бути визначеною і три роки тому – це нічого не змінить, оскільки у біржі немає підстав вважати такий орієнтир неактуальним.

Припустимо, заявку брокера торговельна система біржі відхилила через невідповідність встановленим діапазнам граничного коливання ціни і все обійшлося без перевірок і справ. Тоді брокер може спробувати укласти угоду поза біржею. Проте і для позабіржових угод не все так просто. З точки зору вимог НКЦПФР, для будь-яких угод (біржових чи позабіржових), які укладає брокер щодо цінних паперів, допущених до біржових торгів, актуальними вважаються цінні орієнтири, визначені протягом останніх 12 місяців. Тож відхилення від них цін навіть позабіржових угод є підставою для кваліфікації таких угод як "підозрілих" та звітування брокером до НКЦПФР із відповідними правовими ризиками. І такі ж ризики виникнуть у контрагента за угодою.

У таких умовах вірогідність виконання замовлення клієнта стрімко скорочується, а вартість послуг брокера може суттєво перевищити потенційний торговельний результат.

Важко представити собі брокера на зрілому ринку, який для укладення угоди має орієнтуватися на котирування річної давнини та ще й детально пояснювати, чому ціна угоди відрізняється від цих котирувань.

У таку пастку неліквідності та відсутності дійсних цін потрапляють не тільки перевісні інвестори. Так, ФГВФО роками намагається продати цінні папери з портфелів

банків, що ліквідуються, але у більшості випадків покупці так і не знаходяться – навіть попри проведення торгів у форматі "голландських" аукціонів та зниження цін у багато разів (в окремих випадках вартість продажу не компенсує витрат на проведення таких аукціонів та оплату послуг суб'єктів інфраструктури ринку). Причиною відсутності попиту нерідко виступає не стільки неліквідність цінних паперів (або ширше – *загальний ризик неліквідності ринку* [18]) чи фіктивність їх емітентів, скільки неочевидність справедливої ціни.

Якщо попит на цінні папери відсутній тривалий час, якщо ціни їх обігу нецікаві емітенту, то чи може ціна, визначена біржею на підставі епізодичних угод, вважатися справедливою? Чи мають недержавні пенсійні фонди купувати цінні папери винятково на біржі? Чи варто захищати ринок від цін таких епізодичних угод? Чи варто розглядати відхилення цін епізодичних угод від застарілих цінових орієнтирів як маніпулювання? Чи може взагалі йтися про маніпулювання не неліквідному ринку? А якщо йдеться не про маніпулювання, а про інші види правопорушень (наприклад, шахрайство), то чи дійсно це має стосуватися сфери повноважень НКЦПФР?

Очевидно, що така жахлива ситуація з ринковим ціноутворенням щодо більшості фінансових інструментів дуже відрізняється від реалій фінансових ринків ЄС.

Таким чином, при впровадженні заборонних норм за зловживання в національному законодавстві мають бути враховані ці системні особливості незрілого ринку, які природно відсутні у правовій основі ЄС.

Висновки

Зрозуміло, що Україна має впроваджувати європейську правову основу, однак *наявність покарань – як у ЄС – зовсім не означає наявності фондового ринку, як у провідних країнах ЄС*. І навряд чи розвинений фондовий ринок – як в ЄС – може виникнути лише від самих заборонних норм.

Чи потрібні суворі заборонні норми за ринкові зловживання? Звісно, потрібні. І річ не тільки у необхідності виконувати зобов'язання щодо Асоціації України з ЄС. Заборона зловживань є умовою побудови якісного, зрілого ринку. Про це, зокрема, свідчить досвід Польщі, де визначення маніпулювання та первісні заборонні норми були імплементовані до законодавства ще на початку 1990-х років [8,19], тобто задовго до того, як польський фондовий ринок почав позиціонуватися у світі як розвинений і привабливий. Але для застосування такого досвіду закон має бути точним, докладним, однозначним та, відповідно, зрозумілим. Саме це становитиме основу передбачуваності правозастосування.

Необхідно не просто впровадити у національне законодавство жорсткі заборонні норми для протидії зловживанням на фондовому ринку. З огляду на необхідність імплементатії саме європейського підходу, ці норми та критерії кваліфікації зловживань (і, навпаки, операцій, що відповідають ознакам прийнятної ринкової практики) мають бути максимально докладними, однозначними та відповідними незрілому стану ринку.

При цьому заборонні норми мають бути не "річчю у собі", а невід'ємною частиною системних зусиль, спрямованих на покращення якості ринку, а за його відсутності – вектором для стимулювання розвитку. Необхідно, аби відмінностей українського фондового ринку від зрілих ринків капіталу дійсно ставало дедалі менше і конвергенція з ним не залишалася лише в площині вибіркової імплементатії законодавства.

Досвід свідчить, що в умовах незрілості ринку та фактичної відсутності окремих його сегментів жорсткі заборонні норми за зловживання учасників ринку мають застосовуватися із обережністю та супроводжуватися симетричною відповідальністю регулятора у разі недостатньої обґрунтованості та суб'єктивності правозастосування.

На жаль, поки що відсутні підстави вважати, що ці, достатньо очевидні, висновки щодо адекватних напрямів протидії зловживанням та імплементації правової основи ЄС враховуються у програмних документах щодо розвитку фондового ринку України та у відповідній нормотворчій діяльності.

References

1. Annual reports of the National Securities and Financial Market Commission. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/reports/> [in Ukrainian].
2. AUFT, UAIB, PARD and Association "Exchange and Electronic Sites" ask the President of Ukraine to pay attention to the activities of NCSSMC. Retrieved from <http://aust.com.ua/NewsView.aspx?news=4576> [in Ukrainian].
3. Report on the implementation of the Comprehensive Program for Development of the Financial Sector of Ukraine until 2020 for 2018. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/02/%D0%97%D0%B2%D1%96%D1%82-%D0%BF%D0%BE-%D0%9A%D0%9F-2020-%D0%B7%D0%B0-2018-%D1%80%D1%96%D0%BA-003.pdf> [in Ukrainian].
4. Bielkin, L. (2018, December 3). The NCSSMC requires telepathic capabilities from securities traders. *Stock World – StockWorld*. Retrieved from <https://www.stockworld.com.ua/ru/column/nktsprfr-vimaghaie-vid-torghovtsiv-tsinnimi-papierami-tieliepatichnikh-zdibnostiei> [in Ukrainian].
5. Kohut, I. (2016, December 1). Domestic government bonds are achievements, but there are nuances. *NV-Bisnes – NT-Business*. Retrieved from <https://nv.ua/ukr/biz/experts/ovdp-ye-dosyagnennya-ale-ye-nyuansi-300497.html> [in Ukrainian].
6. Zaruts'ka, O.P. (2018). Domestic government bonds in Ukraine: pricing features in an imperfect market. *Ukr. socium – Ukrainian society*, 1, 74-94 <https://doi.org/10.15407/socium2018.01.074>. [in Ukrainian].
7. Zaruts'ka, O.P. (2018). Substantiation of possibility of introduction of the system of analysis of the regulated stock market. *Problemy ekonomiky – Problems of economy*, 2, 304-309. Retrieved from http://irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/Pekon_2018_2_41.pdf [in Ukrainian].
8. Koshovij, O.H., Tertyshnyk, V.M., Shelud'ko, N.M. (Eds.). (2019). Capital Market Abuse: Economic and Legal Aspects. Dnipro: Lira [in Ukrainian].
9. Draft Law on Amendments to Certain Legislative Acts of Ukraine on Simplification of Investment Attraction and Introduction of New Financial Instruments, No. 2284 of 17.10.2019. Retrieved from http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=67117 [in Ukrainian].
10. Directive 2008/26 / EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2008 amending Directive 2003/6 / EC on insider dealing and market manipulation (abuse of the market) in respect of the powers conferred on the Commission. Retrieved from https://minjust.gov.ua/m/str_45895 [in Ukrainian].
11. Indicative translation plan for the EU acquis in 2019-2020. Retrieved from <https://www.kmu.gov.ua/diyalnist/yevropejska-integraciya/perekladi-aktiv-acquis-yes/oriyentovnij-plan-perekladu-aktiv-acquis-yes-na-2019-2020-roki> [in Ukrainian].
12. Credit Suisse Research Institute (2019, October). Global Wealth Report 2019. Retrieved from <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-databook-2019.pdf>



13. Code of Ukraine on Administrative Offenses of 07.12.1984 No. 8073-X. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/80731-10> [in Ukrainian].
14. Law of Ukraine "On State Regulation of the Securities Market in Ukraine" of 30.10.1996 No. 448/96-VR. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80> [in Ukrainian].
15. Task-broker appealed to the Verkhovna Rada for suspending the license by the Securities and Exchange Commission (2019, June 25). Mind.UA - Mind.UA. Retrieved from <https://mind.ua/news/20198925-task-broker-zvernuvsya-do-verhovnoyi-radi-cherez-zupinku-licenziyi-nackomisieyu-z-cinnih-paperiv> [in Ukrainian].
16. Schmid, L., Klein, T. (2003). Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review. *The Financial Review*, 37: 3, 317-349. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00017>
17. Shyshkov, S.Ye. (2019). Structural and functional deformations of the stock market in Ukraine: macro- and micro-dimensions. *Ekonom. prognozuvannâ – Economy and forecasting*, 2, 22-66. <https://doi.org/10.15407/eip2019.02.022> [in Ukrainian]
18. Shyshkov, S.Ye. (2011). Stock Exchanges of Ukraine: Testing the Crisis. Kyiv: Vydavnychyj dim "Kyievo-Mohylians'ka akademiia" [in Ukrainian]
19. Blakhn'o-Pazhykh, A. (2018). Laws are not void, many factors influence their interpretation. *Yurydychna hazeta – Legal newspaper*, 41. Retrieved from <http://yur-gazeta.com/interview/zakoni-ne-diyut-u-porozhnechi-na-yih-tlumachennya-vplivae-bagato-chinnikov.html> [in Ukrainian].

Надійшла до редакції 30.01.2020 р.

Прорецензовано 28.02.2020 р.

Підписано до друку 19.03.2020 р.

Шишков С.Е., канд. екон. наук
директор ЗАО "Фондовая биржа
"Перспектива"" (Днепр)
ORCID 000-0003-4440-9572
e-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ДОВЕРИЯ К ФОНДОВОМУ РЫНКУ УКРАИНЫ: ДОСТАТОЧНО ЛИ УЖЕСТОЧЕНИЯ НОРМ ЗА ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЯ НА РЫНКЕ?

Оценена ефективність протидія зловживанням на фондовому ринку України. Виявлено, що проблема ненадлежащего законодательного оформлення протидія зловживанням на фондовому ринку влечет за собою бессистемное и необъективное правоприменение со стороны регулятора (НКЦБФР). Вьяснено, что предлагаемый вариант имплементации в национальное законодательство требований регламента MAR (Market Abuse Regulation) и Директивы MAD (Market Abuse Directive) является неадекватным как в контексте функциональной роли рынка в экономике, так и в контексте необоснованного расширения полномочий регулятора. Констатируется, что если не учесть указанные вопросы в перспективном законодательстве, это не только не повысит доверие к фондовому рынку, но и блокирует стимулы к его развитию.

Обосновано, что внедрение в национальное законодательство жестких запретительных норм для протидія зловживанням на фондовому ринку на основе имплементации именно европейского подхода должно быть

максимально понятным, однозначным и соответствующим незрелому состоянию рынка. При этом запретительные нормы должны стать неотъемлемой составляющей системных шагов, направленных на улучшение качества рынка, а при его отсутствии – вектором для стимулирования развития. Необходимо, чтобы в условиях незрелости рынка и фактического отсутствия отдельных его сегментов жесткие запретительные нормы за злоупотребление участников рынка применялись взвешенно и – в случае недостаточной обоснованности и субъективности правоприменения – сопровождалась симметричной ответственностью регулятора.

Ключевые слова: фондовый рынок, фондовая биржа, ценные бумаги, публичная компания, публичное предложение, листинг, информационная асимметрия, злоупотребления на рынке, манипулирования, инсайдерские сделки

S. Shishkov, PhD in Economics
Director of PJSC Perspektuva
Stock Exchange (Dnipro)
ORCID 000-0003-4440-9572
e-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

THE RESUMPTION OF CONFIDENCE IN THE UKRAINIAN STOCK MARKET: IS IT ENOUGH TO TIGHTEN SANCTIONS FOR MARKET ABUSE?

The article assesses the effectiveness of counteracting abuse on the Ukrainian stock market. It has been revealed that the problem of improper legislative registration of counteraction to abuses in the stock market entails unsystematic and biased enforcement by the regulator (NSSMC). The author highlights that the proposed implementation of the requirements of MAR (Market Abuse Regulation) and MAD (Market Abuse Directive) to the national legislation is inadequate both in the context of the market's functional role in the economy and in the context of the unjustified extension of the regulator's powers. It has been stated that ignoring these issues at the level of prospective legislation will not increase confidence in the stock market and will block incentives for its development.

It has been substantiated that the introduction of strict prohibitive norms into national legislation to counteract abuses in the stock market based on the implementation of the European approach should be as detailed as possible, unambiguous, and consistent with the immature state of the market. At the same time, prohibitive norms should be an integral part of systemic steps aimed at improving the quality of the market, and in its absence - a vector to stimulate development. It is necessary that in the conditions of market immaturity and the actual absence of individual segments, the strict prohibitions for abuse of market participants should be applied carefully and accompanied by the regulator's symmetrical responsibility in case of insufficient substantiation and subjectivity of law enforcement.

Key words: stock market, stock exchange, securities, public company, public offering, listing, information asymmetry, market manipulation, market abuse, insider dealing