

України здійснювати облікові операції щодо внесення змін до системи депозитарного обліку щодо цінних паперів ПАТ «Пересувна механізована колона № 20».

Але наведені для прикладу рішення оприлюднені тільки як результати діяльності НКЦПФР по окремим випадкам, тим більш чітко не зазначені підстави фіктивності порушників законодавства на ринку цінних паперів.

З цього слід зробити висновок, що по-перше, рішення про санкції НКЦПФР повинні бути розміщені в єдиному реєстрі, доступні не тільки професійним учасникам ринку цінних паперів; по-друге, рішення НКЦПФР повинні мати чітку структуру, мотивувальну частину з відображенням ознак фіктивності порушника.

### **4.3. Маркет-мейкерство та маніпулювання на ринку цінних паперів**

---

---

Крім визнання фіктивними певних емітентів на ринку цінних паперів суттєвим засобом захисту публічних інтересів на фондовому ринку та інтересів інвесторів є усунення маніпулювання з цінними паперами. Ця проблема пов'язана зі зловживанням своїми правами певними професійними учасниками ринку цінних паперів при штучній організації котирування. Такими учасниками здебільш є маркет-мейкери.

Законодавство України має певні категорії, що стосуються котирування цінних паперів.

Так в пунктах 8, 11 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначаються поняття обігу цінних паперів та котирування:

обіг цінних паперів – вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав на цінні папери і прав за цінними паперами, крім договорів, що укладаються у процесі емісії, при викупі цінних паперів їх емітентом та купівлі-продажу емітентом викуплених цінних паперів;

котирування – механізм визначення та/або фіксації на фондовій біржі ринкової ціни емісійного цінного паперу, що перебуває в обігу на такій біржі.

Додатково визначаються поняття біржової торгівлі в Положенні про функціонування фондових бірж № 1688 (далі – Положення № 1688)<sup>1</sup>:

двостороннє котирування – сукупність поданих одним учасником біржових торгів однієї або декількох безадресних заявок на купівлю та однієї або декількох безадресних заявок на продаж відповідних фінансових інструментів, яка відповідає вимогам, що пред’являються до граничного спреду двостороннього котирування;

маркет-мейкер – член фондової біржі, який згідно з правилами фондової біржі зобов’язується підтримувати ліквідність ринку відповідних цінних паперів та інших фінансових інструментів, які допущені до біржових торгів, на підставі відповідного договору з емітентом цінних паперів або з фондовою біржею;

біржовий курс цінного папера – розрахункове значення ціни цінного папера (ринкова ціна цінного папера), яке визначається відповідно до порядку визначення біржового курсу цінного папера, встановленого Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, та оприлюднено відповідно до Положення № 1688.

Пункт 3 розділу VI Положення № 1688 передбачає, що маркет-мейкери підтримують ліквідність ринку відповідних цінних паперів та мінімальний перелік обов’язків маркет-мейкера.

Безпосередні правопорушення, які відносяться до маніпулювання цінами на фондовому ринку, визначені в ст. 10<sup>1</sup> Закону «Про державне регулювання ринків цінних паперів в Україні»<sup>2</sup> та в п. 4 Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Положення про функціонування фондових бірж [Текст] : затв. Рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2012 № 1688 // Офіц. вісн. України. – 2012. – № 100. – Ст. 4049.

<sup>2</sup> Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні [Текст] : Закон України від 26.10.1996 № 448/96-ВР // Відом. Верхов. Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.

<sup>3</sup> Порядок запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі [Текст] : затв. Рішенням Нац. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14.06.2011 № 716 // Офіц. вісн. України. – 2011. – № 70. – Ст. 2662.

Що стосується відповідальності маркет-мейкерів за порушення вимог законодавства, то згідно Положення № 1688, вона взагалі прямо не передбачається, але може бути встановлена в обов'язкових частинах правил фондової біржі, які передбачають санкції за порушення правил фондової біржі (розділ X Положення № 1688) або в частині, що регулює порядок здійснення діяльності маркет-мейкера (пункт 2 розділу III Положення № 1688).

Разом з тим, фондова біржа може застосовувати заходи щодо недопущення маніпулюванню цінами, які у більшості закріплюються не імперативно в нормативних актах НКЦПФР, а тільки встановлюється обов'язок бірж передбачити відповідні норми в правилах бірж. Крім того, з більшості таких заходів, передбачених в Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі, затвердженому рішенням ДКЦПФР № 716 від 14.06.2011 р. (далі – Порядок № 716), мають характер регуляторний, тоді як до примусових заходів відносяться деякі дії, які не мають оперативного характеру або не надають миттєвого реагування. При цьому, навіть зупинення та призупинення та призупинення торгів на фондових біржах здійснюється державним представником. Тому, такими, серед інших, заходами, які передбачають в певному ступені вплив на порушників законодавства, що здійснюють маніпулювання цінами, відповідно до Порядку № 716, можливо вважати наступні:

1) Фондова біржа повинна здійснювати заходи щодо запобігання маніпулюванню шляхом визначення у правилах фондової біржі відповідних процедур запобігання маніпулюванню, зокрема: – здійснення контролю за укладанням біржових контрактів (договорів) щодо: – перевищення встановленої величини частки обсягу біржових контрактів (договорів), укладених відповідним учасником біржових торгів, від загального обсягу торгів за цим цінним папером за певний період; – перевищення встановленої величини частки суми біржових контрактів (договорів), укладених відповідним учасником біржових торгів за певний період, від середнього значення такої суми угод, що укладені цим учасником біржових торгів; – зміни обсягу торгів відповідним цінним папером за певний період на встановлену величину; – перевищення встановленої величини частки угод, укладених

між двома учасниками торгів за певний період по певному цінному паперу, в яких ці учасники торгів поперемінно виступають продавцями та покупцями (взаємні угоди), від загального обсягу торгів цим цінним папером за цей період.

2) З метою запобігання маніпулюванню фондові біржі забезпечують: – накладення санкцій за порушення відповідних положень правил фондової біржі щодо запобігання маніпулюванню; – постійний нагляд та аналіз дій учасників біржових торгів щодо наявності ознак маніпулювання.

3) Фондові біржі затверджують внутрішні документи щодо недопущення працівниками біржі неправомірних дій, які призведуть до маніпулювання на фондових біржах, а також перелік заходів, які будуть застосовані до працівників фондової біржі у разі порушення ними вимог цих внутрішніх документів.

4) Фондова біржа у разі виявлення у діях учасника біржових торгів або його клієнта ознак маніпулювання може призупинити біржові торги за таким цінним папером або призупинити допуск такого учасника до біржових торгів та зобов'язана повідомити про це Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку в односторонній строк та у спосіб, передбачений правилами фондової біржі. Зупинення та призупинення торгів на фондових біржах можуть здійснюватися державним представником відповідно до вимог законодавства.

5) Фондова біржа за результатом виявлення у діях учасника (учасників) біржових торгів ознак маніпулювання протягом місячного строку здійснює встановлення особи (осіб), причетної (их) до можливого маніпулювання, перевіряє зміст дій щодо можливого маніпулювання, аналізує причини, що призвели до можливого маніпулювання, складає відповідний документ із зазначеного питання.

6) Фондова біржа протягом одного дня після складання відповідного документа з висновком щодо можливого маніпулювання надає НКЦПФР такий документ з обґрунтованим описом підстав щодо його складання.

7) НКЦПФР надає висновок, підготовлений фондовою біржею щодо можливого маніпулювання, до саморегулювальної організації професійних учасників фондового ринку. Саморегулювальна організація

професійних учасників фондового ринку зобов'язана протягом 30 календарних днів надати до НКЦПФР свої висновки та пропозиції щодо можливого маніпулювання, які розглядаються НКЦПФР. При виявленні ознак маніпулювання уповноважена особа НКЦПФР здійснює заходи відповідно до законодавства України.

Як приклад регулювання котирування та діяльності маркет-мейкерів на рівні локальних нормативно-правових актів бірж, можливо навести також регулювання маркет-мейкерства на українських біржах, розглянуто правила публічного акціонерного товариства «Фондова біржа ПФТС»<sup>1</sup> і публічного акціонерного товариства «Українська біржа»<sup>2</sup>. Фактично вони містять визначення категорій встановлених в нормативно-правових актах, але не передбачають умов про заходи впливу з боку біржі на діяльність маркет-мейкерів у випадку порушення ними правил фондового ринку та договорів з біржею.

Для порівняння наведених вимог законодавства та локальних нормативно-правових актів, розглянемо регулювання маркет-мейкерства в правилах Варшавської біржі<sup>3</sup>. Істотними умовами для угоди маркет-мейкера з фондовою біржею є:

1) порядок підтримання ліквідності фінансового інструменту або виконання в системі маркет-мейкера інших дій, пов'язаних з організацією торгівлі фінансовими інструментами, в тому числі:

- вимоги, які стосуються мінімального значення або кількості заявок, поданих в рамках виконання задач маркет-мейкера;
- вимоги до максимальної різниці цін на купівлю і продаж цінних паперів.

2) Біржа повідомляє емітента та учасників ринку про укладення договору з маркет-мейкером.

3) Умови до договору з маркет-мейкером:

---

<sup>1</sup> Офіційний сайт ПАТ «Фондова біржа ПФТС». Документи ПАТ «Фондова біржа ПФТС» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.ua/uk/documents/>.

<sup>2</sup> Офіційний сайт ПАТ «Українська біржа». Файлова бібліотека ПАТ «Українська біржа» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://fs.ux.ua/files/27/>.

<sup>3</sup> Офіційний сайт Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.gpw.pl/root\\_gu](http://www.gpw.pl/root_gu).

- має право укласти договір з декількома маркет-мейкерами
- маркет-мейкер може обслуговувати один фінансовий інструмент певного емітента але одночасно може обслуговувати декілька емітентів

1) біржа складає перелік маркет-мейкерів та доводить інформацію про них до всіх учасників ринку;

2) маркет-мейкер не може виконувати доручень в процесі яких він виступає як продавець та покупець одночасно;

3) біржа у Детальних правилах біржової торгівлі встановлює чіткі правила діяльності маркет-мейкерів, в тому числі, детальні правила їх участі в організації торгівлі фінансовими інструментами.

4) біржа має право розірвати угоди з маркет-мейкерами у випадку порушення останніми правил фондового ринку або умов угоди, а також якщо цього вимагає безпека абр інтереси учасників біржової торгівлі;

5) що стосується маркет-мейкерів емітента, відповідно до Правил біржі, ним може бути особа, яка на підставі договору з емітентом підтримує ліквідність фінансового інструменту;

6) біржа не погоджується зі здійсненням діяльності маркет-мейкером емітента, якщо положення договору між маркет-мейкером та емітентом суперечать правилам біржі.

На нашу думку, однією з головних проблем регулювання діяльності маркет-мейкерів на фондових біржах, є здійснення несистемного регулювання законодавством такої діяльності, що призводить до неузгодженості нагляду з боку НКЦПФР та регулювання цих питань на рівні бірж, затягування періоди прийняття рішення про застосування ефуктивного засобу впливу.

Крім того, існують також проблеми щодо прозорості прийнятих заходів з метою усунення маніпулювання цінами на фондовому ринку з боку НКЦПФР та бірж, в тому числі, щодо регулювання діяльності маркет-мейкерів.

Так, як приклад, щодо запобігання маніпулюванню цінами на фондовому ринку можна провести інформацію про прийняте рішення НКЦПФР. На сайті НКЦПФР розміщено інформацію про розгляд НКЦПФР справ про маніпулювання цінами, відносно професійних

учасників ринку – ТОВ «ІНВЕСТ БРОК» та ТОВ «ФК-ЗБЕРІГАЧ»<sup>1</sup>. Зазначено, що на підставі результатів розслідування, проведеного НКЦПФР, було встановлено, що ТОВ «ІНВЕСТ БРОК» та ТОВ «ФК-ЗБЕРІГАЧ» протягом значного періоду часу укладали один з одним біржові контракти відносно акцій ПАТ «Пересувна Механізована Колона № 20», формуючи їх біржовий курс у розмірі 5 грн. за одну акцію, що у двадцять разів перевищує їх номінальну вартість. В той час як фінансові показники ПАТ «Пересувна Механізована Колона № 20» були дуже низькими та свідчили про відсутність будь-яких об'єктивних підстав для такого зростання ціни на акції товариства. Внаслідок вказаного маніпулювання цінами на акції ПАТ «Пересувна Механізована Колона № 20», здійсненого ТОВ «ІНВЕСТ БРОК» та ТОВ «ФК-ЗБЕРІГАЧ», відбулося безпідставне зростання капіталізації емітента до 4 млрд. грн. Цінні папери ПАТ «Пересувна Механізована Колона № 20» перебували в активах 37 ІСІ у кількості 39 млн. штук загальною вартістю майже 195 млн. грн. За встановленим фактом маніпулювання цінами до кожного з професійних учасників – ТОВ «ІНВЕСТ БРОК» та ТОВ «ФК-ЗБЕРІГАЧ» – застосована фінансова санкція у вигляді штрафу в розмірі 350 тис. грн.

Але важливо, що недостатнім для належного впливу на учасників фондового ринку є оприлюднення інформаційне повідомлення НКЦПФР, а не змісту рішення та його мотивації про прийняті заходи впливу, доведення якого до професійної громадськості надавало б змогу додержуватися прозорості в діяльності наглядового органу та виконувало б профілактичні функції в частині недопущення подібних правопорушень.

Також, зауважимо, що на офіційних сайтах ТОВ «ІНВЕСТ БРОК» та ТОВ «ФК-ЗБЕРІГАЧ», а також на сайті SMIDA відсутня інформація про вчинене ними правопорушення та застосовані заходи. Це також підтверджує відсутність належного інформування

---

<sup>1</sup> Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку продовжує системну протидію маніпулюванню цінами на фондовому ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr\\_prodozhueh\\_sistemnu\\_protidiyu\\_manipulyvannyyu\\_cinami\\_na\\_fondovomu\\_rinku](http://nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_prodozhueh_sistemnu_protidiyu_manipulyvannyyu_cinami_na_fondovomu_rinku).

учасників ринку цінних паперів та інвесторів про діяльність наглядового органу та одночасно про діяльність учасників фондового ринку.

#### **4.4. Проблемні питання оцінки цінних паперів у банківській діяльності**

---

---

В умовах сьогодення ринок фінансових послуг відіграє ключову роль у забезпеченні стабільного розвитку економіки держави. Тому є важливим забезпечення ефективного функціонування фондового ринку України та запровадження жорстких нормативних вимог до якості і надійності фінансових інструментів, як для забезпечення максимізації доходів інвесторів, так і для мінімізації цінових та кредитних ризиків.

Проблемою є відсутність єдиних підходів в оцінці фінансових інструментів на окремих ринках фінансових послуг. Питання виникають в тому числі при залученні коштів фізичних осіб до інвестування, яке в значному ступені залежить від якості фінансових інструментів на ринку цінних паперів при операціях банків з цінними паперами. У зв'язку з цим є важливим формування правового механізму для обґрунтованого та прозорого визначення якісних показників фінансового активу, який буде привабливим для індивідуальних, для інституційних інвесторів, для банків. Відповідними засобами на цьому шляху є проведення лістингу цінних паперів та визначення їх оцінки.

Функціонування ринку цінних паперів досліджувалися багатьма науковцями, в тому числі: Кузнєцова Н., Назарчук І. Р., Яроцький В. Л., Кологойда О. В., Резнікова В. В. та інші. Питання лістингу розглядали дослідники економічної науки: Степанчук С. С., Кравцова І. В., Комаха А. А., Серпенінова Ю. С. Але в сучасних умовах постають додаткові питання щодо надійності цінних паперів, їх ліквідності та відповідності ринкових оцінок фінансових інструментів їх реальній вартості, для чого потрібно окремі дослідити правові механізми, що забезпечують обіг цінних паперів.