

ОНТОЛОГІЧНІ ТА ЕПІСТЕМОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ ПРОТИДІЇ ЗЛОВЖИВАННЯМ НА ОРГАНІЗОВАНИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ НА ПРИКЛАДІ КРИМІНАЛІЗОВАНОЇ ЗАБОРОНИ МАНІПУЛЮВАННЯ

ONTOLOGICAL AND EPISTEMIOLOGICAL ASPECTS OF COUNTERACTING ABUSE IN ORGANIZED CAPITAL MARKETS ON THE EXAMPLE OF THE CRIMINALIZED PROHIBITION OF MANIPULATION

Кошовий О.Г., адвокат, аспірант кафедри адміністративного та кримінального права
Дніпровський національний університет імені Олеся Гончара

Статтю присвячено онтологічним та епістеміологічним аспектам інституційного феномену протидії зловживанням на організованих ринках капіталу на прикладі заборони маніпулювання ринком. Пізнавально-сутнісні аспекти заборони маніпулювання проаналізовано в контексті походження, смислових та структурних ознак в порівняльному та понятійному контексті на прикладі моделей законодавств США, Європейського Союзу та України. Автором досліджено та продемонстровано змістовні та смислові пізнавальні «лакуни», що залишаються поза увагою в умовах домінації складних формуютьоворюючих законодавчих конструкцій. Автор акцентує увагу на необхідності поєднання пізнавально-смислового підходу до інституціоналізації заборони зловживань ринком з релевантними, зрозумілими та точними правовими формами заборон, розглядає хибі якості норм за умов зміненого балансу форми закріплення заборон та їх змістовного наповнення.

Автор обґрунтовує необхідність постійного систематизованого та аналітичного пояснення існування, буття та змісту інституції, її основоположних та утворюючих феноменів, що обумовлює необхідність доктринального забезпечення законодавчих форм протидії зловживанням ринком відповідними ґрунтовними смисловими та пізнавальними інструментами на прикладі аналізу заборони та криміналізації маніпулювання. У дослідженні сфокусовано увагу на необхідності уточнення певних аспектів законодавчих конструкцій в контексті зі смисловими та пізнавальними активностями щодо захисту ринку від зловживань. На підставі здійсненого дослідження автором обґрунтовано та запропоновано зміни до ст. 6.3.24. проекту Нового Кримінального кодексу [8] України щодо викладення криміналізованої заборони маніпулювання на ринку капіталу та організованому товарному ринку.

Ключові слова: зловживання ринком, маніпулювання ринком, незаконне використання інсайдерської інформації, незаконна інсайдерська торгівля, маніпулювання на фондовому ринку, сутнісно-пізнавальні аспекти, Новий кримінальний кодекс, ринки капіталу, фондовий ринок, біржа, зловживання на організованих ринках капіталу, епістеміологічний підхід, онтологічні аспекти.

The article is devoted to the ontological and epistemological aspects of the institutional phenomenon of combating abuse in organized capital markets on the example of the prohibition of market manipulation. The cognitive and substantive aspects of the prohibition of manipulation are analyzed in the context of origin, semantic and structural features in a comparative and conceptual context on the example of models of legislation of the United States, the European Union and Ukraine. The author investigates and demonstrates the substantive and semantic cognitive "gaps" that remain unaddressed in the context of the dominance of complex formative legislative structures. The author emphasizes the need to combine a cognitive and semantic approach to the institutionalization of the prohibition of market abuse with relevant, understandable and accurate legal forms of prohibitions, and considers the shortcomings of the quality of norms under the conditions of a changed balance of the form of consolidation of prohibitions and their content.

The author substantiates the need for a constant systematic and analytical explanation of the content of the institution, its fundamental and formative phenomena, and determines the need for doctrinal support of legislative forms of countering market abuse with appropriate substantive semantic and cognitive tools using the example of the analysis of prohibition and criminalization of manipulation. The study focuses on the need to clarify certain aspects of legislative constructions in the context of semantic and cognitive activities aimed at protecting the market from abuse. Based on the study, the author substantiates and proposes amendments to Article 6.3.24. of the draft New Criminal Code [8] of Ukraine to criminalize the prohibition of manipulation in the capital market and the organized commodity market.

Key words: market abuse, market manipulation, illegal use of insider information, illegal insider trading, stock market manipulation, essential and cognitive aspects, New Criminal Code, capital markets, stock market, exchange, abuse in organized capital markets, epistemological approach, ontological aspects.

Постановка проблеми. Сучасна правова реальність постає з соціально та економічно обумовленого та структурованого підґрунтя. Соціально та економічно структурована дійсність утворює відповідні релевантні правові інституції, які покликані врегульовувати правовідносини між різними зацікавленими особами, групами інтересантів, бенефіціарами певних таргетованих результатів; попереджати здійснення правопорушень, впливати на правосвідомість будь-кого, дотичного до права та наслідків правничого структурування відносин в суспільстві. Правові інститути структурують суспільні відносини відповідно до предмету регулювання, історичних, доктринальних, рандомних, інших проявів попиту на право та особливостей розвитку суспільства на певному етапі суспільної еволюції, а також по значущих треках розвитку економіки та суспільства [15][16][17]. Правова наука відіграє вказівну функцію для розвитку правових інститутів[14]. Проте, часом, розвиток

інституції відбувається без достатнього доктринального осмислення, за відсутності правової доктрини, яка б узагальнювала характерні аспекти, урізноманітнювала унікальний понятійний контекст, слугувала смисловим, змістовним, предметним фундаментом для розвитку інституту.

За такого сценарію подій правовий інститут може, оминаючи наукове осмислення, аргументацію та обґрунтування, отримувати певні вади. Адже вбирає в себе негативні аспекти правового позитивізму, за якого форма стає домінуючою над змістом. В сучасній швидкоплинній практиці правотворення інколи не залишається часу на осмислення змістовних складових. Натомість, в правовій доктрині, може бути сконцентровано всі аспекти, які проливають світло розуміння на унікальний зміст інституції, її функцію, на предмет, метод, засоби регулювання правовідносин, загалом повноцінне смислове уявлення про феномен, навколо якого побудована правова доктрина.

Як вид дослідження, правова доктрина може систематизувати та пояснювати зміст та особливості певного явища. В цьому, пізнавально-смісловому, аспекті розвиток інституту протидії зловживанням ринком потребує додаткового вивчення, фактично осмислення ґрунту та підходу, форми та змісту, інтенцій та проявів тощо, без розуміння яких твердження про виокремлення інституту було б передчасним. З огляду ж на фактичну наявність та впровадження та правову реальність формальних ознак інституту протидії зловживанням ринком необхідним є вдосконалення пізнавально-сміислової складової, яка, на нашу думку, страждає від негативних наслідків сучасних викривлених форм правового позитивізму, за якого форма стає домінантою, зміст – підлеглим інструментом. З урахуванням провідної ролі кримінально-правового інструментарію при захисті організованих ринків від зловживань, необхідним є уможливлення застосування права без шкоди правам та інтересам осіб за дотримання принципу *nullum crimen sine lege certa*¹.

Мета роботи. На основі дослідження в онтологічному та епістеміологічному аспектах комплексу складових протидії зловживанням ринком з'ясувати необхідність уточнення та застосування пізнавально-сміслового контексту при криміналізації зловживань ринком з метою забезпечення правової визначеності. Виявити напрямки подальших досліджень в сфері захисту ринку від зловживань, розширити межі доктринального змісту щодо інституційного підходу до захисту ринку від зловживань.

Аналіз останніх досліджень. Слід зазначити, що вітчизняні та зарубіжні дослідники та практики неодноразово зверталися до питань наукового осмислення та дослідження якісних характеристик норм про зловживання ринком. З урахуванням міждисциплінарного феномену зловживань ринком до вивчення, інституалізації протидії зловживанням на фондовому ринку, (маніпулюванню та *insider dealing* на ринку цінних паперів (фондовому ринку, ринках капіталу) в різні часи внесли свій вклад вітчизняні та зарубіжні вчені як правничих, так і економічних профілів Ф. Пекора А. Błachnio-Parzych, N. Ryder, E. Herlin-Karnell, Н. Шелудько, С. Шишков, Д. Каменський, Р. Волинець, О. Дудоров, В. Гацелюк, В. Тертишник, багато інших.

В аспекті даного дослідження онтологічних та епістеміологічних аспектів в контексті інституалізації феномену слід також виділити роботи таких вчених як Th. Veblen, J. Commons, C.I. Молчанов, D. Bromley, W.J. Samuels, F. Fukuyama, D. C. North, D. Acemoglu, J. A. Robinson, інших вчених та дослідників, які внесли вклад в розуміння ролі, функцій та доктринального розуміння правових інституцій та, в широкому сенсі, суспільних інституційних утворень.

В той же час вивченню інституту протидії зловживанням ринком в онтологічно-епістеміологічному контекстному баченні на нашу думку приділено недостатню увагу. Результат недостатнього розуміння явища відображається, зокрема, у швидкоплинній зміні кримінально-правових норм щодо заборони маніпулювання та незаконної інсайдерської торгівлі на фондовому ринку (ринках капіталу) в кримінальному праві України. Це шкодить як якості законодавства, так і правозастосовній практиці в кримінально-правовому контексті. І ця прогалина може бути усунена за рахунок ретельного пізнання та осмислення як феномену інтенцій щодо зловживання ринком, так і феномену захисту та протидії зловживанням ринком в кримінальному праві.

Виклад основного матеріалу. Історично-сміслові аспекти. В сучасному розумінні інституціоналізація протидії зловживанням на організованих ринках відбулася у тридцятих роках двадцятого століття. Завдячуючи аналі-

тичним та практичним старанням американського юриста Ф. Пекори [1] було осмислено як певний феномен, а надалі криміналізовано в законодавстві США маніпулювання на фондовому ринку та незаконну інсайдерську торгівлю. З цього часу як у законодавчих сферах спочатку США, потім інших юрисдикцій, так і в сфері наукових знань сам феномен протидії зловживанням ринком, рівно як його вивчення та інструментарій законодавчого регулювання перебувають у взаємозв'язку. Кожний з аспектів – в знаходиться динамічному розвитку під впливом обставин часу, нових даних, осмислення, бачення технологічних аспектів розвитку технологічного інструментарію торгів тощо. При цьому слід зазначити, що розвиток інституції рухається у різних юрисдикціях за дещо різними траєкторіями, отримуючи, відповідно, різні форми законодавчого закріплення. Адже заборонні норми мають як різні підходи до втілення в законодавстві (наприклад, через сценарний підхід до заборони та криміналізації² або через узагальнюючі рамки забороненої поведінки³); можуть бути бланкетними⁴. Ухвалюючи заборонні норми, законодавці можуть використовувати різний понятійно-категоріальний апарат, лінгвістичні концепції, відрізняти заборонні норми певної юрисдикції від інших за характером складу злочину (формальні⁵ або матеріальні⁶) тощо.

Отже, так само, як і наукові підходи та наукові дефініції, самі законодавчі акти, що забороняють маніпулювання та незаконну інсайдерську торгівлю, не є тотожними між собою, відрізняються за рахунок різних елементів.

Одне з перших відомих формулювань сучасного підходу до поняття маніпулювання в контексті ринкового зловживання належить колишньому президенту Нью-Йоркської бавовняної біржі Артуру Маршу (Arthur R. Marsh). І сформульоване воно було Сполучених Штатів Америки в ході сенатських слухань для розслідування зловживань ринком, які здійснювалися протягом 1925–1928 р.р. Самі слухання проходили в 1928 році.

Висловлювання заслуговує на повне цитування: *«Маніпуляція, пане Голово, – це будь-яка або кожна операція, транзакція чи практика, метою якої є не в першу чергу полегшення руху товару за цінами, які вільно реагують на сили попиту та пропозиції, а, навпаки, розрахована на створення спотворення цін будь-якого роду на будь-якому ринку або на самому собі, або по відношенню до інших ринків. Якщо фірма займається маніпулюванням буде знайдена за допомогою пристроїв, за допомогою яких ціни контрактів протягом одного місяця на одному ринку можуть бути вищими, ніж вони були б, якби діяли лише сили попиту та пропозиції; або за допомогою пристроїв, за допомогою яких ціна або ціни певного місяця або місяців на даному ринку можуть бути нижчими, ніж вони були б, якби вони вільно реагували на сили попиту та пропозиції»*.

Будь-яка операція, транзакція, пристрій, що використовується для створення цих аномалій співвідношення цін на ф'ючерсних ринках, є маніпуляцією. Це маніпулювання, пане Голово, щоб сконцентрувати на якомусь ф'ючерсному ринку дуже велику кількість найменш бажаної бавовни, яка, можливо, може бути зроблена, щоб прийти туди з метою доставки відповідно до закону США про ф'ючерси на бавовну. Це маніпуляція, щоб взяти

² Йдеться про домінуючий підхід в законодавстві України в чинній редакції ст. 2221 ККУ з урахуванням її бланкетного характеру.

³ Здебільшого стосується законодавчого підходу до заборони та криміналізації маніпулювання у Сполучених Штатах Америки.

⁴ Бланкетний підхід до конструкції заборони найбільш наглядно реалізований у законодавстві Республіки Польща у статті 183 закону* про обіг фінансових інструментів. *Назви законів Республіки Польща традиційно пишуться з маленької літери.

⁵ В Україні криміналізація маніпулювання відбувається тільки у матеріальному (ч.ч. 1, 2 ст. 2221 ККУ) складі злочину.

⁶ В Республіці Польща криміналізація маніпулювання відбувається тільки у формальному (ст. 183 закону про обіг фінансових інструментів) складі злочину.

¹ Немає злочину без визначеного закону.

на себе зобов'язання впливати на ціни на товарні сорти бавовни на різних південних спотових ринках, щоб вартість доставки того чи іншого сорту на ф'ючерсному ринку могла бути змінена на користь маніпулятора.» [2]. При структуруванні цього визначення виділяються наступні смислові елементи, на яких базується узагальнення феномену маніпулювання:

1) по-перше, йдеться про будь-яку дію, активність, практику тощо,

2) по-друге, така дія, активність практика є цілеспрямованою, повинна мати та націлена на таргетований результат, коли мова йде про цінові параметри,

3) по-третє, знаряддям маніпулювання можуть бути будь-які пристрої, транзакції, механізми чи форми, що спотворюють ціноутворення,

4) наявність умислу щодо спотворення ціни та бажання отримати зиск.

Отже, щонайменше відтоді загальний принцип виявлення маніпулювання як певного феномену, що полягає у спотворенні ціни в порівнянні з її природнім рухом в залежності від сил попиту та пропозиції, можна було позначити як гіпотезу. Згодом у США було ухвалено Закон про біржі і цінні папери [3], в якому було вже на законодавчому рівні (ст.10) сформульовано визначення забороненого маніпулювання, що створює рамки кримінально-правового контекстного розуміння: *"It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange-*

(a) To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security registered on a national securities exchange, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors." [3].

У зазначеній нормі були встановлені узагальнені рамки протиправної поведінки будь-якої особи, направлені на спотворення ціни на ринку маніпулюванню («прямо чи опосередковано» здійснити будь-що штучне) чи іншим оманливим прийомом, водночас – переліку конкретних оманливих чи шахрайських практик закон не містив. Адже кожний шахрайський спосіб може ґрунтуватися на різних оманливих прийомах та застосуванні різних механізмів та інструментів штучного впливу на різні аспекти ціноутворення. Власне про це стверджував президент біржі А.Марш.

Згодом цю норму було модернізовано [4] та доповнено посиланням на судові прецеденти, але і водночас, її первісний зміст було лише приведено у відповідність з реаліями часу, без зміни сутнісного та пізнавального розуміння феномену заборони. Зокрема у редакції заборони з'явилася вказівка до судового прецеденту. Пряме

відсилання у сучасному американському законодавстві до творення права через судовий прецедент є важливим фактором пізнання, та вказує на те, що **маніпулювання не може бути заздалегідь вичерпно описане у законодавстві**. Отже, починаючи з часів оновлення законодавства після Великої депресії й по сьогодні в певному сенсі криміналізація дій на ринку зберігає ознаки гіпотези, яку у випадку потрапляння до суду⁸ в тій чи іншій мірі потрібно доводити в кожному конкретному разі та щодо кожного конкретного паперу, що торгується на біржі. Адже кваліфікація тієї чи іншої дії, що направлена на спотворення цінових орієнтирів, як протиправної потребує пізнання не тільки відношення особи до діяння, а й фактору певної констеляції, тобто певного взаємного розташування всередині цілого його складових, в певному сенсі також врахування та розуміння збігу обставин. Адже для виявлення спотвореної ціни, для виявлення маніпулювання слід довести об'єктивний неринковий рух ціни в той чи інший бік. І ці акти руху мають бути обумовлені умисним чи іншим впливом та доведені як цілісний акт контрольованого цінового маніпулювання.

Структурно-змістовний підхід законодавства Європейського Союзу.

Законодавець Європейського Союзу в обов'язковому для всіх держав-членів акті – ухваленому в 2014 році Регламенті 596/2014 (Regulation (EU) № 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation або MAR) [5] структурував заборонені дії з маніпулювання, що утворюють кримінально-правовий контекст, наступним чином:

1) загальні рамки активності на ринку, що включають ознаки дій, на підставі яких можна визначити активність на ринку в якості маніпулювання (параграф 1 ст. 12 Регламенту),

2) конкретні сценарії маніпулювання, прямо позначені та описані у Регламенті, як такі, що є маніпулюванням (параграф 2 ст. 12 Регламенту),

3) активність на ринку, що, без шкоди першим двом способам визначення маніпулювання, підпадає під загальне визначення феномену маніпулювання, яке сформульовано у параграфі 3 ст. 12 Регламенту: *«Для цілей застосування параграфів 1(a) та (b) і без обмеження форм поведінки, визначених у параграфі 2, додаток I визначає невичерпний перелік індикаторів, пов'язаних із використанням фіктивних механізмів або будь-яких інших форм обману чи махінацій, та невичерпний перелік індикаторів, які стосуються хибних чи оманливих сигналів і фіксування цін.»*

В цьому параграфі слід виділити загальний підхід для визначення маніпулювання – використання «фіктивних механізмів» чи «будь-яких інших форм обману чи махінацій», що стосуються «хибних чи оманливих сигналів і фіксування цін.»

В цьому контексті законодавець ЄС відтворює логіку законодавця США щодо заборони маніпулювання, але в іншій формі, з застосуванням інших форм та методів. Адже йде від окремих випадків до загального правила. Водночас такі складові як «обман», «махінація», «фіктивний механізм» – присутні як узагальнюючі ознаки маніпулювання в контекстній логіці права ЄС щодо заборони маніпулювання так само, як і в праві США, але в інших дефініціях: *«будь-які маніпулятивні або оманливі засоби або прийоми»*.

Ретроспективні, сучасні та структурно-змістовні аспекти заборони маніпулювання в Україні.

В Україні вперше заборона маніпулювання з'явилася в Кримінальному кодексу України в статті 222¹ «Маніпулювання на фондовому ринку» у 2011 році. Це було здійснено на підставі Закону України № 3267-VI від

⁷ «Є незаконним для будь-якої особи, прямо чи опосередковано: за допомогою будь-яких засобів або інструментів міждержавної торгівлі або пошти, або будь-якого об'єкта будь-якої національної біржі цінних паперів – (а) Здійснити короткий продаж або використовувати будь-який стоп-лосс ордер у зв'язку з купівлею або продажем будь-якого цінного паперу, зареєстрованого на національній біржі цінних паперів, в порушення таких правил і положень, які Комісія може призначити як необхідні або доречні в суспільних інтересах або для захисту інвесторів.

(b) Використовувати або застосовувати у зв'язку з купівлею або продажем будь-яких цінних паперів, зареєстрованих на національній фондовій біржі, або будь-яких цінних паперів, що не зареєстровані таким чином, будь-які маніпулятивні або оманливі засоби або прийоми, що суперечать правилам і нормам, які Комісія може встановити як необхідні або доцільні в інтересах суспільства або для захисту інвесторів.»

⁸ Слід зауважити про розповсюджену практику укладення угод про визнання вини в США, це може становити до 90% від усіх проваджень.

21.04.2011 «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» [6].

Заборонене правило поведінки було сформульовано наступним чином: «Умисні дії службової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів, що призвели до отримання професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах, або уникнення такими особами збитків у значних розмірах, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб» [7].

Контраверсійні розуміння та зміст цієї норми від того часу й досі не полишають її існування в правовому полі. Адже, від самого початку практика правотворення пішла шляхом:

1) правової неточності (невизначеності) застосованих понять,

2) бланкетного способу реалізації, що містив хиби правового зв'язку з законодавством, яке встановлювало правило забороненої поведінки.

Питання змісту норми про заборону маніпулювання є також тісно пов'язаним з процесом оновлення кримінального законодавства загалом та створенням нового Кримінального кодексу України, проект якого наразі доступний для обговорення [8].

Передбачена ним нині стаття 6.3.24. «Маніпулювання на ринку капіталу та організованому товарному ринку» має лаконічний на відміну від чинної редакції зміст, але також породжує багато питань щодо визначеності: *Особа, яка здійснила маніпулювання на ринку капіталу або організованому товарному ринку, – вчинила злочин 3 ступеня.*» [8].

Основною проблемою, на нашу думку є те, що **поза правовою точністю та вичерпністю залишається саме поняття маніпулювання**. Адже у нових редакціях статей, що узагальнюють маніпулювання як заборонену дію, не здійснене узагальнення активності на ринку, натомість наведено лише окремі випадки феномену. Тенденція до спрощення кримінального законодавства на нашу думку не має логічних та законних пояснень в парадигмі правового позитивізму. Це суперечить принципу правової визначеності та не дозволяє ефективно захищати ринок та здійснювати кваліфікацію дій особи без порушення прав такої особи.

Наприклад, у чинній ст. 148 ЗУ «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [9], яке наразі утворює диспозицію ст. 222¹ ККУ, передбачені лише окремі випадки (сценарії) забороненого маніпулювання, і відсутнє основоположне правило, (правовий «фільтр» для решти фактичних випадків). У чинній з 01.01.2026 року редакції ст. 152 ЗУ «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [10] поняття «маніпулювання», яке автоматично має утворювати диспозицію ст. 222¹ ККУ з 01.01.2026 р., складається вже з двох окремих випадків:

1) маніпулювання на ринках капіталу, яке включатиме в себе певні діяння згідно з поданим переліком (ч. 1 ст. 152),

2) маніпулювання на ринках капіталу яке безпосередньо встановлене законом, з переліком сценаріїв (ч. 2 ст. 152).

Доповнювати ці два окремі випадки з 01.01.2026 р. буде право Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку розробляти та оприлюднювати на своєму офіційному веб-сайті: «1) *орієнтовний невичерпний перелік показників, що стосуються вчинення дій з використанням обману, махінацій чи інших неправомірних дій;* 2) *орієнтовний невичерпний перелік показників, що стосуються*

подання недостовірних сигналів або таких, що вводять в оману, або фіксації цін та процедури їх обчислення.» [10]. Слід окремо зауважити, що аналогічну функцію в законодавстві ЄС має Єврокомісія як виконавчий орган, в США цю місію виконує регулятор. Водночас як в ЄС, так і в США ці функції загалом корелюють з рамками прав як регулятора в США, так і уряду в ЄС. В українському контексті функція регулятора встановлювати аспекти кримінального права не вписується в правову доктрину кримінального права⁹, потребує уточнення.

Встановлення «орієнтовного переліку» по-перше, органом, який не є центральним органом виконавчої влади, будучи утворений в порушення Конституції України [12], а по-друге, за відсутності основоположного правила того, що є маніпулюванням як сутнісним правовим явищем, а не переліком низки окремих випадків, перетворює правову невизначеність на штучний, але «вмонтований» елемент всієї законодавчої конструкції кримінальної заборони маніпулювання.

З урахуванням зазначених проблем формоутворюючих домінант (домінації численної кількості окремих випадків на шкоду правилу забороненої поведінки як феномену заборони), змістовних хиб тощо, саме розуміння суті проблеми, яку має вирішувати кримінальне право в контексті захисту ринку, інколи може варіюватися не на користь правової точності.

Проблематика розуміння основних функцій інституції та коректного до всіх осіб правозастосування за вказаних обставин правової неточності має розв'язуватися засобами пізнавально-сутнісного підходу.

Пізнавально-сутнісний контекст.

В певному сенсі сам феномен ціноутворення має трансцендентний характер. Тобто він певною мірою не може бути пізнаний за допомогою раціональних засобів вимірювання. Відтак ми можемо виходити з того, що будь-яка ринкова ціна, яка могла б виникнути, кожний раз залишається недосяжним для розуміння показником в тому випадку, якщо її виникненню завадила будь-яка обставина. Іншими словами, ми не можемо обрахувати ціну, яка б виникла, в ідеалізованому її розумінні. Принаймні, з тією точністю, що може запропонувати організований фондовий ринок. Натомість в сенсі доведення цінового орієнтиру, можна наблизитися до самої тенденції, яку було припинено штучним впливом на сам феномен ціноутворення.

Враховуючи міждисциплінарний характер питання механізмів діяльності фондового ринку, маємо зазначити, що загалом економічна теорія, яка вивчає організований ринок, базується та виходить з розуміння раціональної, об'єктивно конструктивної поведінки як ринку, так і його учасників. Уяви про те, що ринок побудований, а його учасники діють в ідеальному світі ринкової економіки в цілому. Але чи можна на базі цього розуміння побудувати, наприклад, методологію виявлення ринкових відхилень для виявлення маніпулювання? Чи зможемо ми наперед встановити та розрахувати всі окремі випадки маніпулювання, до чого тяжіє вітчизняне законодавство. Це викликає роздуми. Адже така практика обтяжена штучними складнощами, і становитиме певний неочевидний шлях. Яким чином у правозастосуванні, побудованому на неточному законі, враховані поведінкові стратегії та окремі інтенції людини, психологія прийняття рішень у складних умовах ринкового середовища? Якщо провести смисловий експеримент, то навряд чи можна бути впевненим, що

⁹ Зокрема йдеться про невідповідність формоутворення щодо норм кримінального права – принципів кримінального права, зазначеному у ч. 3 ст. 3 КК України, згідно якого кримінальна протиправність діяння, а також його караність та інші кримінально-правові наслідки визначаються лише цим Кодексом. Отже, чим більша участь у впливі на змістовну частину Кримінального кодексу України органів, що не є законодавчим, щонайменше підважує легальність заборонних норм, залишає рамки для корупційного впливу на «динамічну» зміну заборонних норм, посилює недовіру до законодавства.

людина однаково конструктивно і економічно обґрунтовано буде налаштована в будь-який момент часу, наприклад в п'ятницю вранці, чи в середу опісля обіду. В той же час правозастосування особливо в кримінальному провадженні має ґрунтуватися і фундаментально вибудовано в такий спосіб, щоб ніхто не був притягнутий до відповідальності інакше ніж на підставі точного закону¹⁰. Як виявити когнітивні аберації людини вранці та після обіду та з точністю, на яку заслуговує кримінальне право, відокремити їх від умисних актів волевиявлення в неочевидному та завжди інформаційно-асиметричному ринковому просторі організованого ринку? Але чи в самому кримінальному законі та актах і механізмах, що уможливають його застосування та безпосередньо скеровують правозастосування, враховано (і де і в який спосіб) такі коливання психологічного та психічного характеру, когнітивні аберації, інші викривлення, дисфункціональний стан ринку на певний момент тощо [11].

При штучному впливі на ціноутворення на фондовій біржі уявимо, що у учасника ринку присутній в розпорядженні економічний аналіз, водночас, учасник ринку з засобів масової інформації має відомості про те, що певний авторитет ринку (людина, юридична особа), діє в іншому ціновому напрямку, ніж рекомендує проведений попередньо власний аналіз. Виникає питання як діяти – відповідно до раціонального, заздалегідь підготовленого, підходу (і тоді більше шансів у випадку виникнення питань щодо отриманої вигоди обґрунтувати власну позицію правоохоронцям), або піддатися в певному розумінні інтуїції або тиску авторитету ринку, і діяти у напрямку, зворотньому до раніше виробленої позиції (і в цьому випадку не мати жодного обґрунтування власних ринкових дій, які можуть розглядати в контексті маніпулювання ринком)?

Є підстави виходити з розуміння, що ринок поводить себе стохастично, а інша частина ринку, відчуваючи вплив стохастичних рухів, поводить себе раціонально. Чи може і на якій стадії тут кваліфікуватися маніпулювання ринком? За яким саме з описаних у згаданій ст. 152 сценарієм? Тобто як виділити в цій системі різних впливів незаконний маніпуляційний? Що буде ціновим орієнтиром для експерта, що має встановити механіку маніпулювання[13]?

В той же час, на нашу думку, в контексті виявлення маніпулювання ринком потрібно доводити саме той факт, що така ціна могла б бути встановлена ринковим способом, на певному рівні, без врахування штучного впливу, який здійснив маніпулятор. Постає питання, в який спосіб можна визначити таку ціну, яка була б іншою, а саме – ринковою. І ключовою тут є обставина «була б». Ми виходимо з того, що якщо будь-яка особа, яка знаходиться під дією ринкових стохастичних інтенцій, могла б знати наперед або мати формулу вирахування ціни, яка «була б», то, можливо, був би відсутній в такому разі сам феномен ринкового ціноутворення на організованому ринку. Адже всі обставини ціноутворення були б відомі наперед та не було б необхідності проводити торги на біржі. Водночас організований ринок, ціна на організованому ринку і ціноутворення на організованому ринку якраз саме по собі є певним феноменом, у якому відсутній заздалегідь вимірюваний ціновий параметр. Для того цей процес і відбувається, щоб цей параметр було встановлено ринковими силами попиту та пропозиції. І, з іншого боку, якби цей процес не відбувався, то жодна ринкова ціна, яка встановлюється під впливом сил попиту та пропозиції, не була б установлена.

Чим є штучний вплив як складова забороненої поведінки з маніпулювання ринком, наприклад, якщо розглянути його крізь призму функції та дисфункції? У певному сенсі будь-яку дію на ринку можна вважати маніпулю-

ванням. Оскільки, заявляючи ту чи іншу позицію, пропонуючи ту чи іншу ціну, кожен учасник ринку впливає на ринкове ціноутворення. І в сукупності дії всіх учасників ринку через такі позитивні маніпуляції вони призводять до ринкового ціноутворення.

В результаті таких інтенцій кожного з учасників ринку сам ринок отримує феномен ціни. Слід зазначити, що кожен з учасників ринку, виходячи з припущення про сумлінність, діє відповідно до свого розуміння цінності фінансового інструменту, перспективи зростання його ціни або зниження, свого розуміння, положення емітента на ринку і його перспектив. При цьому можуть братися до уваги як фундаментальні, так і технічні розрахунки.

Це може бути також фактором інтуїції, миттєвого розуміння ринкової ситуації. Це також, у певному сенсі, може бути здійснено під впливом асиметричного інформаційного поля. А фактор асиметрії присутній на ринку завжди. Ніхто не може знати всі складові, які при раціональному підході і супутніх розрахунках повинні були б вплинути на рішення про продаж або купівлю фінансового інструменту: ті фактори, під впливом яких відбувається ціноутворення.

Такому поєднанню факторів протистойть штучний вплив. Штучність впливу, виходячи з викладеного, може бути антонімом, протилежністю кожної з позитивних обставин, що впливають на ринкове ціноутворення. У сфері інформації про емітента помилковий ціновий орієнтир може породжувати помилковий інформаційний посил. У сфері впливу на ціну це можуть бути навмисні дії, спрямовані всупереч логіці ринку, і в той же час здатні внести елементи паніки, елемент ажіотажу, елемент спекулятивного попиту, пропозиції тощо. Досліджуючи питання маніпулювання, ознак навмисного впливу, штучного впливу на ринкове ціноутворення, ми повинні мати на увазі всі ці складові та взаємозв'язок між безпосередньо інтенціями маніпулятора і результатом у вигляді тієї чи іншої ціни, що відхиляється від звичайної.

Будь-яка умисна дія маніпулятора, що була скерована на штучний контроль ціни (її зміну, викривлення, заниження, завищення тощо) має отримати правові рамки кримінальної караності. Водночас правовий фільтр, що дозволяє відокремлювати інші, ринкові, інтенції має бути встановлений як щодо кожного окремого випадку маніпулювання, так і відображений у самому основоположному концепті заборони маніпулювання ринком з метою фіксації виключно протиправної поведінки на організованому ринку. Наведений аналіз визначає необхідність подальшого сутнісного дослідження такого феномену як заборона маніпулювання на організованих ринках капіталу та ретельного заповнення «білих правових плям» в сфері захисту ринку від зловживань.

Висновки. Законодавство щодо заборони маніпулювання ринком¹¹, яке містить поняття маніпулювання, покладене в основу заборонної кримінально-правової норми (ст. 222¹ ККУ), а також вся конструкція кримінально-правової заборони, не транслюють учасникам кримінального провадження унікального за сутнісно-пізнавальним лекалом комплексу складових диспозицій кримінально-правової норми, які б без сумніву щодо точності та визначеності могли б забезпечити кваліфікацію дій зі штучного впливу на ринкове ціноутворення в якості маніпулювання; складний концепт заборони допускає вчинення дій, що можуть штучно впливати на ринкове ціноутворення, але прямо не визначених та не описаних в складному позитивістському формуючому механізмі статті 222¹ ККУ в якості складових маніпулювання.

¹¹ Йдеться як про чинну ст.148 ЗУ «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», так і про чинну замість неї з 01.01.2026 року ст. 152 ЗУ «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» в редакції, що набирає чинності з 01.01.2026 р.

¹⁰ nullum crimen sine lege certa

З іншої сторони, зазначене законодавство утворює фактичну сферу викривлення змісту (або правову «лакуну») та можливості спекуляції суттю поняття маніпулювання ринком у процесі притягнення до відповідальності осіб, які не мали на меті штучно впливати на ринкове ціноутворення.

Складний формоутворюючий концепт заборони маніпулювання (як чинний – у ст. 222¹ ККУ так і проєктний – у ст. 6.3.24 Нового кримінального кодексу) ринком не забезпечує осмислення та відображення у коректній правовій формі суті феномену маніпулювання та не надає протидії маніпулюванню ефективного правового інструментарію для кваліфікації всіх випадків маніпулювання ринком, а захистові ринку – необхідної ефективності.

Пізнавально-смысловий контекст феномену захисту ринку від зловживань має бути додатково досліджений в інституційному контексті та знайти відображення у оновленій правовій формі кримінально-караного забороненого правила поведінки при дотриманні принципу *nullum crimen sine lege certa*¹².

В проєкті Нового кримінального кодексу, на нашу думку, статтю 6.3.24 «Маніпулювання на ринку капіталу та організованому товарному ринку» доцільно викласти у такій редакції: *Особа, яка здійснила із використанням будь-яких фіктивних механізмів або будь-яких інших форм обману чи махінацій хибні чи оманливі сигнали та/або фіксування цін на ринку капіталу або організованому товарному ринку, або здійснила інше маніпулювання на ринку капіталу або організованому товарному ринку; – вчинила злочин 3 ступеня».*

ЛІТЕРАТУРА

1. PECORA DENOUNCES STOCK MANIPULATION; Tells Elks His Investigations Revealed How Many Are Mulcted of Savings. The New York Times. February 19, 1933
2. United States. Congress. Senate. Committee on Agriculture and Forestry, United States. Congress. Senate. Cotton Prices: Hearings Before a Subcommittee of the Committee on Agriculture and Forestry, United States Senate, Seventieth Congress, First Session, Pursuant to S. Res. 142, a Resolution to Investigate the Recent Decline in Cotton Prices, Parts 1–4, с. 201–202.
3. SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934. Редакція на момент ухвалення. URL: <https://www.senate.gov/about/resources/pdf/pecora-securities-exchange-act-1934.pdf>
4. SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934. Чинна редакція. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>.
5. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32014R0596/>
6. Закон України № 3267-VI від 21.04.2011 «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3267-17#Text/>
7. Кримінальний кодекс України, редакція станом на 19.05.2011 року. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2341-14/ed20110519#o1500>
8. Новий кримінальний кодекс. URL: <https://newcriminalcode.org.ua/upload/media/2025/08/20/00-kontrolnyj-proyekt-kk-21-07-2025.pdf>
9. Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки в чинній редакції. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20250101#Text>
10. Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки в редакції на 01.01.2026 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20260101>
11. Кошовий О. Проблеми застосування кримінально-правової відповідальності за маніпулювання на організованих ринках в умовах дисфункції ринку, Актуальні проблеми вітчизняної юриспруденції, № 6, 2023 р. URL: <https://doi.org/10.32782/2408-9257-2023-6-37>
12. Кошовий О. Проблеми неконституційності правового статусу регулятора організованих ринків капіталу як перешкода застосуванню кримінально-правових санкцій за зловживання на організованих ринках. Актуальні проблеми вітчизняної юриспруденції, №1, 2024 р. URL: <https://doi.org/10.32782/2408-9257-2024-1-51>
13. Кошовий О. Інституційні проблеми судово-експертного забезпечення кримінальних проваджень щодо зловживань на організованих ринках. *Юридичний науковий електронний журнал*. URL: DOI <https://doi.org/10.32782/2524-0374/2025-7/4>
14. Максимов С.І. Онтологічні та епістемологічні основи правової доктрини. Правова доктрина – основа формування правової системи держави. Право. 2013.
15. Hodgson, G.M. (2003) John R. Commons and the foundations of institutional economics. J. Econ. Issues. URL: <https://doi.org/10.1080/00213624.2003.11506603>.
16. Douglass C. North. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge University Press. 1990.
17. Дарон Аджемоглу, Джеймс Робінсон. «Чому нації занепадають. Походження влади, багатства і бідності». Наш формат, 2016 р. 440 с.
18. В. Тертишник, О. Кошовий. Доктринальні проблеми відповідальності за зловживання на фондовому ринку. *Підприємництво, господарство і право*. 2018 р. № 6. URL: <http://pgp-journal.kiev.ua/archive/2018/6/52.pdf>
19. В. Тертишник Т. Батраченко. Розвиток правового інституту судової експертизи. Сучасні напрямки розвитку судової експертизи та криміналістики: збірник Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Одеса, 5 вересня 2024 р.). Одеса: Видавництво «Юридика», 2024. 536 с. ISBN 978-617-8182-52-6.

¹² Немає злочину без визначеного закону.