# DRAUDIMAS MANIPULIUOTI RINKA

**Oksana Fruzerova**
Lietuvos banko Priežiūros tarnybos
Finansinių paslaugų ir rinkų priežiūros departamento
Reguliuojamos rinkos priežiūros skyriaus
vyresnioji juriskonsultė
Tel. (+370 5) 268 05 31
El. paštas: ofruzerova@lb.lt

*Pagrindinis straipsnio tikslas – išanalizuoti manipuliavimo rinka formas ir būdus, draudimo manipuliuoti rinka teisinį reglamentavimą, pateikti manipuliavimo rinka pavyzdžių, aptarti priežiūros institucijų atliekamų manipuliavimo rinka tyrimų specifiką ir išryškinti praktikoje kylančias problemas. Straipsnis skiriamas finansų rinkos dalyviams, investuotojams, teisininkams ir šia sritimi besidomintiems mokslininkams.*

*The main goals of this article is to analyze market manipulation forms and methods, legal regulation of the prohibition to manipulate market, to present examples of market manipulation cases, to discuss market manipulation investigation techniques, used by competent authorities, and identify practical problems in the field of market manipulation. The article should be relevant to the participants of financial markets, investors, lawyers and researches.*

## Įvadas

**Straipsnio objektas ir tikslas.** Prekyba vertybiniais popieriais ir kitais finansiniais instrumentais visame pasaulyje yra pakankamai griežtai reglamentuojama. Daug dėmesio skiriama prekybos skaidrumui, t. y. kad nebūtų piktnaudžiaujama rinka ir nebūtų neteisėtais būdais dirbtinai daroma įtaka finansinių priemonių kainai, pasiūlai ar paklausai. Viena iš pagrindinių piktnaudžiavimo rinka atmainų – manipuliavimas rinka. Daugelyje pasaulio valstybių už šį pažeidimą numatyta adekvati teisinė atsakomybė. Lietuvoje fiziniams asmenims pagal ATPK $173^5$ straipsnį už draudimo manipuliuoti rinka pažeidimą nustatyta bauda nuo 5 iki 30 tūkst. litų, už pakartotinį pažeidimą – net iki 60 tūkst. litų; juridinių asmenų atsakomybė dar griežtesnė – Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymo 93 straipsnyje nustatyta iki 200 tūkst. litų bauda. Už manipuliavimą vertybinių popierių kaina taip pat įtvirtinta ir baudžiamoji atsakomybė – BK 218 straipsnyje numatoma net iki trejų metų laisvės atėmimo bausmė. Manipuliavimo rinka formos, kartu su šiuolaikinėmis technologijomis, nuolat vystosi ir tobulėja, šie veiksmai yra gana sudėtingi, todėl pakankamai komplikuotas yra ir šios srities teisinis reglamentavimas. Dažnai finansų rin-

kos dalyviai nežino ar nesupranta, kokie jų atliekami veiksmai gali būti įvertinti kaip manipuliavimas rinka, tai ypač neigiama tendencija atsižvelgiant į nustatytos atsakomybės griežtumą. Šis specifinis reglamentavimas kelia nemažai neaiškumų ir šios srities administracines bylas palyginti neseniai pradėjusiems nagrinėti teismams. Todėl straipsnyje siekiama ištirti esamą draudimo manipuliuoti rinka reglamentavimą ir jo pagrįstumą, aptarti manipuliavimo rinka pavyzdžius, išryškinti praktikoje kylančias problemas ir pasiūlyti jų sprendimo būdus.

**Problematika, darbo aktualumas ir naujumas.** Ši tema Lietuvos teisės mokslinėje literatūroje praktiškai nenagrinėta, todėl trūksta tyrimų manipuliavimo vertybinių popierių rinka srityje. Kadangi už draudimo manipuliuoti rinka pažeidimą Lietuvoje įtvirtinta pakankamai griežta tiek administracinė, tiek baudžiamoji atsakomybė, šiai sričiai teisės literatūroje turėtų būti skiriama daugiau dėmesio. Ši sritis yra aktuali investuotojams, finansų rinkos srityje dirbantiems profesionalams, teisėtvarkos ir teisėsaugos institucijoms, tiriančioms manipuliavimo rinka bylas ir nagrinėjančioms nuobaudų skyrimo klausimus.

Manipuliavimo finansinių priemonių rinka tema dėl savo sudėtingumo, tiesioginių sąsajų su ekonomikos ir finansų mokslais ir sunkiai pasiekiamos informacijos šioje srityje nėra labai plačiai išnagrinėta pasaulio teisės literatūroje. Lietuvos mokslinėje teisės literatūroje ši tema apskritai beveik nėra nagrinėjama. Pavyko rasti vieną monografiją prekybos vertybiniais popieriais tema, kurioje, be kitų klausimų, labai trumpai aptariamas manipuliavimo rinka klausimas [22]. Tačiau monografijoje gana abstrakčiai pateikiamos tik pagrindinės teisės aktų nuostatos ir joje yra daroma nemažai teisės aiškinimo ir kitų klaidų[1].

**Tyrimo šaltiniai ir jų apžvalga.** Straipsnyje buvo analizuojami užsienio autorių darbai manipuliavimo ir piktnaudžiavimo rinka srityje, ES šios srities ir Lietuvos teisinis reglamentavimas.

Pagrindiniai darbe taikyti tyrimo metodai: loginės analizės, istorinis, lyginamasis, teleologinis ir duomenų analizės.

Straipsnyje išsamiai analizuojami šie klausimai: manipuliavimo rinka apibrėžimas ir esmė, manipuliavimo rinka pasireiškimo formos ir požymiai, išsamiai analizuojami du pagrindiniai manipuliavimo rinka būdai: manipuliavimas informacija ir manipuliavimas vykdant prekybos veiksmus, taip pat manipuliavimo rinka tyrimai.

---

[1] Monografijos 77 puslapyje neteisingai ir siaurai aiškinamas manipuliavimo informacija apibrėžimas, nes atsakomybė kyla ne tik už klaidinančios informacijos skleidimą per visuomenės informavimo priemones, bet ir skleidžiant informaciją bet kokiais kitais būdais (Finansinių priemonių rinkų įstatymo 63 straipsnio 1 dalies 3 punktas). Monografijos 80 puslapyje įtvirtinama, kad nėra jokių aplinkybių, pagal kurias finansų maklerio įmonės galėtų nustatyti, ar atliekami veiksmai vertinami kaip piktnaudžiavimas rinka, tačiau iki 2011 m. pabaigos veikusi Vertybinių popierių komisija (toliau – VPK) buvo patvirtinusi piktnaudžiavimo rinka pasireiškimo formų sąrašą, kuris yra skirtas finansų tarpininkams ir padeda nustatyti neteisėtų veiksmų atlikimą. Taigi, autoriaus siūlymas įstatymų leidėjui šalinti spragas dėl manipuliavimo rinka apibrėžimo ir piktnaudžiavimo rinka sąrašo įtvirtinimo nėra pagrįstas, nes minėtas sąrašas jau buvo patvirtintas ir yra galiojantis. Monografijos 92 puslapyje teigiama, kad autoriui nepavyko rasti nė vieno atvejo, kai už galimą manipuliavimą rinka būtų nubausti instituciniai investuotojai, tačiau atkreiptinas dėmesys, kad tokie atvejai buvo: 1) Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2009 m. rugsėjo 28 d. nutartis administracinėje byloje UAB DK „PZU Lietuva“ prieš VPK, Nr. A556–1035/2009 ir 2) VPK 2009 m. balandžio 2 d. paskirta bauda UAB „Prudentis“. Ir kiti netikslumai.

## 1. Manipuliavimo rinka apibrėžimas ir esmė

Literatūroje iki šiol diskutuojama dėl tikslaus manipuliavimo rinka apibrėžimo ir draudimo apimties. Plačiuoju požiūriu manipuliavimas rinka – tai naudos perkėlimas iš visų finansų rinkos dalyvių labai siauram rinkos dalyvių ratui, pasitelkus nesąžiningas priemones ir būdus [19, p. 9–10]. Manipuliavimas rinka kenkia rinkos vientisumui ir pasitikėjimui ja, sudaro dirbtinio rinkos funkcionavimo įspūdį ir nulemia žalos atsiradimą rinkos dalyviams, kurie sudaro sandorius manipuliavimu rinka paveiktomis kainomis. Kaip ir pati finansų rinka, manipuliavimo rinka schemos nuolat vystosi ir tobulėja, daugėja tarptautinių manipuliavimo rinka atvejų, todėl šiai temai turi būti skiriama pakankamai praktikos ir mokslo atstovų dėmesio.

Manipuliavimo rinka veiksmų tikslas – naudos gavimas iš vykdomų sandorių, skleidžiamos informacijos ar pasitelkus kitus būdus, pavyzdžiui, darant dirbtinę įtaką vertybinių popierių kainai, tokiu būdu sudarant sąlygas nusipirkti norimus vertybinius popierius mažesne kaina arba parduoti jau turimus vertybinius popierius didesne kaina, arba paveikti būsimo oficialaus siūlymo kainą [28, p. 6]. Neatsižvelgiant į formą, manipuliavimas rinka turi dvejopą neigiamą poveikį: 1) finansų rinkoje sudaro klaidinantį įspūdį apie emitentą ar jo vertybinius popierius ir 2) turi įtakos vertybinių popierių kainos formavimo mechanizmui, todėl rinkos informacija praranda savo kokybę ir patikimumą.

Apskritai pasaulyje nėra bendro ir visiems priimtino manipuliavimo rinka apibrėžimo [13, p. 56]. Teorijoje pateikiamas manipuliavimo rinka apibrėžimas yra pakankamai platus – tai ekonominio elgesio forma, kuri dažniausiai pasireiškia klaidinančios ar tikrovės neatitinkančios informacijos skleidimu, o tai lemia dirbtinės finansinių priemonių kainos sudarymą, taip pat apsimestinių sandorių sudarymas ar pavedimų teikimas siekiant sukurti klaidinantį ar tikrovės neatitinkantį įspūdį apie tam tikrų finansinių priemonių pasiūlą, paklausą ar kainą [8, p. 4]. Iš esmės manipuliavimas rinka – tai bandymas neteisėtais tyčiniais veiksmais paveikti vertybinių popierių kainą didėjimo arba mažėjimo linkme, siekiant tam tikros naudos sau ar kitiems asmenims. Manipuliavimas rinka dirbtinai iškreipia vertybinių popierių kainą arba sudaro klaidinantį įspūdį apie vertybinių popierių pasiūlą ar paklausą, todėl šie veiksmai yra pavojingi, nes jais pažeidžiami sąžiningos prekybos principai ir tokiu būdu daroma didelė žala visai finansinių priemonių rinkai. Manipuliavimas rinka gali turėti įvairias prekybos praktikos išraiškas, kurios pažeidžia kainų formavimo mechanizmą ir leidžia manipuliatoriui gauti naudą kitų rinkos dalyvių sąskaita ir sukuria informacijos asimetriją. Tyrimai rodo, kad manipuliavimas rinka pažeidžia rinkos sąžiningumą ir vientisumą. Rinkos vientisumas priklauso ne vien nuo reguliavimo, bet ir nuo priežiūros kokybės, kuri mažina piktnaudžiavimo rinka tikimybę [14, p. 2–6].

Klasikinis manipuliavimo rinka apibrėžimas buvo pateiktas dar 1971 m. žymiojoje JAV *Cargil Inc v Hardin* byloje, kurioje manipuliavimas rinka buvo apibrėžtas kaip bet kokie veiksmai, schemos ar fikcijos, kuriais sąmoningai daroma įtaka finansinių priemonių kainai, kas lemia naujos kainos susiformavimą, kuri būtų kitokia, jeigu nebūtų atlikti manipuliavimo rinka veiksmai [8, p. 105]. Nors

JAV 1933 m. Vertybinių popierių įstatymo ir 1934 m. Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo vienas iš pagrindinių priėmimo tikslų buvo manipuliavimo rinka uždraudimas, tačiau JAV teisės aktai nepateikia manipuliavimo rinka apibrėžimo [19, p. 14]. Tuo tarpu JAV teismai išaiškino, kad manipuliavimo formos, atsižvelgiant į asmens vaizduotę, gali būti labai įvairios. JAV Aukščiausiasis Teismas *Santa Fe Industries, Inc. v Green* byloje yra konstatavęs, kad manipuliavimas – tai iš esmės meno terminas, kuris vartojamas finansų rinkose [21, p. 243].

Teorijoje taip pat pateikiamas toks manipuliavimo rinka apibrėžimas – tai veiksmai arba veiksmų kombinacija: įtaka kainai, melaginga informacija, dirbtiniai sandoriai ir prekybos schemos, kurie atliekami tokiu būdu, kad paskatintų rinkos dalyvius užsiimti tam tikra prekyba finansinėmis priemonėmis. Atitinkama prekyba turi lemti dirbtinės finansinės priemonės kainos sukūrimą arba (ir) leisti pažeidėjui gauti finansinę naudą, kuri priešingu atveju nebūtų pasiekta [8, p. 116]. Apibrėžimas susideda iš penkių objektyvių ir dviejų subjektyvių elementų. Objektyvūs elementai: 1) dirbtinė veiksmų prigimtis; 2) neteisėtų veiksmų nulemta kitų rinkos dalyvių prekyba; 3) pažeidėjų gaunama nauda; 4) vertinimas, ar nauda būtų įmanoma be manipuliavimo rinka veiksmų atlikimo; 5) manipuliavimo rinka schemų struktūra. Subjektyvūs manipuliavimo rinka apibrėžimo elementai: motyvas ir kaltė. Pateiktas apibrėžimas yra pakankamai komplikuotas, tačiau toks yra ir pats manipuliavimas rinka. Šią problemą visų pirmą turi spręsti priežiūros institucijos, kurios finansų rinkos dalyviams turėtų rengti aiškias gaires, paaiškinimus, mokymus bei naudoti kitas priemones, kurios padėtų tinkamai suprasti, kokie atliekami veiksmai gali būti įvertinti kaip manipuliavimas rinka. Minėto tikslo taip pat turėtų siekti finansų rinkos tarpininkai (kredito įstaigos, teikiančios investicines paslaugas, finansų maklerio įmonės), nes minėti subjektai tiesiogiai bendrauja su savo klientais, kurie potencialiai gali atlikti manipuliavimo rinka veiksmus.

Analizuojant išskirtus manipuliavimo rinka požymius, didžiausią iššūkį kelia dirbtinės veiksmų prigimties nustatymas, nes būtina įrodyti, kad veiksmai buvo ne asmens įprasta investicinė veikla, bet apsimestiniai sandoriai ar pavedimai, kuriais buvo siekiama kitokių nei investavimo tikslų, t. y. buvo siekis sukurti ar palaikyti dirbtinę vertybinių popierių kainą. Konkrečiu atveju būtina vertinti tiek finansų rinkos tendencijas nagrinėjamu periodu, tiek žiniasklaidoje skelbiamą informaciją, tiek paties investuotojo prekybos istoriją. Taip pat būtina vertinti, ar kiti rinkos dalyviai reagavo į objektyvias priežastis, ar į atliktus neteisėtus veiksmus, nes būtent šis vertinimas atskleidžia investuotojų suklaidinimo ir žalos finansų rinkai padarymo mastą. Pažeidėjo gauta nauda gali pasireikšti ne tik tiesioginiu pelno gavimu, bet ir išvengtais nuostoliais, tačiau dažniausiai tai nėra privaloma sąlyga nustatant manipuliavimo rinka faktą, nes daug reikšmingesni padariniai – dirbtinis ir neteisėtas poveikis finansų rinkai, iškreipiant jos normalų funkcionavimą ir galbūt klaidinant investuotojus. Motyvas ir kaltė yra privalomi manipuliavimo rinka pažeidimo sudėties elementai ir priežiūros institucija ar teismai visais atvejais privalo juos įrodyti.

Manipuliavimo rinka pagrindinis tikslas – naudos siekimas, kuris gali pasireikš-

ti pelno gavimu arba nuostolių išvengimu. Prekyba vertybiniais popieriais gali būti vertinama kaip manipuliavimas rinka, jeigu ji vykdoma kitokiais negu teisėtais tikslais. Manipuliavimo rinka veiksmus atlieka ne tik pavieniai investuotojai, bet ir stambūs profesionalūs finansų rinkos dalyviai. Pastarųjų asmenų neteisėtus manipuliavimo rinka veiksmus gali skatinti investicinių bendrovių politika visomis priemonėmis siekti trumpalaikių rezultatų ir mokėti premijas fondo valdytojams už pasiektus gerus trumpalaikius rezultatus. Konkrečiu atveju galima pateikti tokį manipuliavimo rinka pavyzdį: investicinio fondo valdytojo veikla vertinama pagal tai, ar ketvirčio pabaigoje fondo vertė padidėjo ar sumažėjo, todėl, siekdamas pagerinti fondo rezultatus ir tokiu būdu savo valdymo rezultatus, fondo valdytojas biržoje teikia labai mažą pirkimo pavedimą dėl sąlygiškai nelikvidžių valdomo portfelio vertybinių popierių, turėdamas tikslą nustatyti minėtų vertybinių popierių didesnę kainą, kuri bus dirbtinė ir klaidinanti [21, p. 63], nes minėtu pavedimu buvo siekiama kitokių, negu investavimo tikslų, t. y. dirbtinės vertybinių popierių kainos nustatymo. Panašus atvejis buvo nustatytas ir Lietuvos vertybinių popierių rinkoje [7]. Atsižvelgiant į šią problemą, tarptautinės aukšto lygio darbo grupės *Larosiere* ataskaitos 11 rekomendacijoje siūloma nustatyti, kad investicinių fondų valdytojų ir bendrovių vadovų kompensacijos ir skatinimo priemonės turi būti skirtos siekti ne trumpalaikių, bet ir ilgalaikių rezultatų [29]. Straipsnio autorė sutinka su minėtu pasiūlymu, nes orientacija į ilgalaikius rezultatus dažniausiai savaime eliminuoja neteisėtų manipuliavimo rinka veiksmų atlikimą siekiant trumpalaikio rezultato.

Kiekvieno sėkmingo manipuliavimo rinka rezultatas – įtaka vertybinių popierių kainai, t. y. dirbtinės kainos sukūrimas arba palaikymas. Šiam tikslui pasiekti dažnai bandoma sukurti klaidingą įspūdį (angl. *misleading impression*) apie tam tikrų finansinių priemonių pasiūlą ar paklausą. Klaidinančio įspūdžio sukūrimas gali būti įrodomas pasitelkus vadinamojo protingo investuotojo testą, kurio pagalba analizuojama, ar investuotojas būtų priėmęs tam tikrą investicinį sprendimą, jeigu nebūtų atlikti klaidinantį įspūdį sudarantys veiksmai. Dirbtinė vertybinių popierių kaina – tai iškreipto kainos formavimo mechanizmo padarinys. Tačiau atlikti dirbtinės kainos testą yra pakankamai sudėtingas uždavinys, nes sunku nustatyti skirtumą tarp įprastos rinkos kainos ir kainos, kuri yra sąmoningai paveikta neteisėtais veiksmais. Šią problemą pabandė išspręsti IOSCO, kuri pateikė tarptautinį „dirbtinės kainos“ apibrėžimą, pagal kurį dirbtinė kaina – tai kainos nuokrypis nuo pagrįstų paklausos ir pasiūlos veiksnių. Siekiant tai įrodyti, būtina nustatyti, kad kaina buvo veikiama kitokių negu teisėtų ekonominių veiksmų [28]. Šis apibrėžimas artimas JAV teismo suformuluotam apibrėžimui *Great Western Distributors, Inc v Brannan* byloje, kurioje „dirbtinė kaina“ buvo apibrėžta kaip kaina, kuri būtų kitokia, jeigu nebūtų dirbtinių įtaką kainai darančių veiksnių [8, p. 109]. Tačiau ne visada įmanoma tiksliai nustatyti, kokios aplinkybės nulėmė vertybinių popierių kainos pokyčius, taip pat sunku nustatyti, kokia būtų susiformavusi vertybinių popierių kaina, jeigu nebūtų neteisėtų veiksmų. Taigi manipuliavimas rinka – tai sudėtinga piktnaudžiavimo rinka kategorija. Neįprasti vertybinių popierių kainos judėjimai gali būti nulemti daugy-

bės priežasčių, todėl nėra lengva nustatyti, kad tam tikrą kainos pokytį nulėmė tam tikras asmens neteisėtas veiksmas [21, p. 73]. Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, manipuliavimo rinka atvejais yra svarbu pasitelkti ekonomikos ir finansų rinkų sričių ekspertus, kurie apskaičiuotų ir pagrįstų, kokie buvo vertybinių popierių kainos pokyčiai ir kokios aplinkybės minėtus pokyčius paskatino, t. y. objektyvios priežastys, dėl kurių asmuo neturėtų būti traukiamas teisinėn atsakomybėn, ar subjektyvios ir neteisėtos, pavyzdžiui, tikslingai darant dirbtinę įtaką akcijų kainai, kas asmeniui turėtų sukelti atitinkamus teisinius padarinius. Teismai turėtų preciziškai vertinti minėtų įrodymų buvimą byloje, nes nuo šių skaičiavimų tikslumo priklauso atsakomybėn traukiamo asmens kaltė.

Nors ilgą laiką mokslininkai teigė, kad nėra tobulo manipuliavimo rinka apibrėžimo [15], šią situaciją ES iš esmės pakeitė Piktnaudžiavimo rinka 2003/6/EB direktyva, kurioje įtvirtintas pirmasis bendras ES manipuliavimo finansinių priemonių rinka apibrėžimas. Minėtas apibrėžimas manipuliavimą rinka apibrėžia atsižvelgiant į neteisėtų veiksmų pasireiškimo formas. Piktnaudžiavimo rinka direktyvos 2003/6/EB 5 straipsnis visiems asmenims nustato draudimą manipuliuoti rinka. O pagrindinės trys manipuliavimo rinka formos, kurių pagalba suprantama ir manipuliavimo rinka apibrėžimo apimtis ir tikslai, pateikiamos minėtos direktyvos 1 straipsnio 2 dalyje: 1) tai prekyba vertybiniais popieriais, kuri gali sudaryti klaidinantį įspūdį apie tam tikrų finansinių priemonių pasiūlą, paklausą arba kainą; 2) prekyba finansinėmis priemonėmis panaudojant apgaulę ir 3) klaidinančios ar tikrovės neatitinkančios informacijos platinimas, tokiu būdu sudarant klaidinantį įspūdį apie finansines priemones. Toje pačioje dalyje pateikiami trys manipuliavimo rinka pavyzdžiai: 1) dominuojančios padėties užtikrinimas, siekiant dirbtinai paveikti vertybinių popierių kainą; 2) sandorių sudarymas prekybos sesijos pabaigoje siekiant suklaidinti investuotojus ir 3) viešas nuomonės reiškimas apie turimas finansines priemones, siekiant paveikti vertybinių popierių kainą.

Finansinių priemonių rinkos dalyviai dažnai pateikia nuomonę, kad piktnaudžiavimo rinka režimas yra sudėtingas, turi nemažai dviprasmybių ir nėra visiškai baigto ir aiškaus draudimų sąrašo. Tačiau kitaip ir negali būti, nes, vystantis finansų rinkoms ir tobulėjant piktnaudžiavimo rinka schemoms, minėtas reglamentavimas, kad neatsirastų įstatymo spragų, privalo būti lankstus. Atsižvelgiant į tai, Piktnaudžiavimo rinka direktyvoje 2003/6/EB taip pat nustatyta svarbi nuostata, kuri leidžia lanksčiai taikyti draudimus manipuliuoti rinka, t. y. nustatoma, kad manipuliavimo rinka apibrėžimai gali būti keičiami užtikrinant, kad į šią sąvoką būtų galima įtraukti naujus veiklos modelius [1, 1 straipsnis]. Finansų rinkų reguliavimas remiasi tikslais ir pagrindiniais principais, visų pirma siekiama užtikrinti finansų rinkos skaidrumą ir sąžiningą veikimą [21, p. 30–35]. Reguliavimo lankstumas yra tam tikra prevencinė priemonė, kad rinkos dalyviai negalėtų išvengti teisinės atsakomybės naudodami įmantrias piktnaudžiavimo rinka technikas, kurios dar nėra įsakmiai apibrėžtos teisės aktuose.

## 2. Manipuliavimo rinka formos ir požymiai

Piktnaudžiavimo rinka direktyvą 2003/6/EB įgyvendinančios direktyvos 2003/124/EB 4 straipsnyje pateikiama atvejų, į kuriuos

turi atsižvelgti priežiūros institucija, vertindama, ar tam tikra prekyba turi manipuliavimo rinka požymius [2]. CESR gairės detalizuoja šį sąrašą ir nustato nebaigtinį manipuliavimo rinka požymių ir signalų sąrašą [23], t. y. pateikiami galimi manipuliavimo rinka atvejai, kurie taip pat parkelti į Lietuvos teisę [6]. Minėti pavyzdžiai yra reikšmingi priežiūros institucijoms nustatant ir tiriant galimus manipuliavimo rinka atvejus, taip pat rinkos dalyviams, kuriems tokiu būdu pateikiamos veiksmų, nuo kurių būtina susilaikyti, gairės. Siekiant tinkamai suprasti draudimo manipuliuoti rinka apimtį, svarbu tinkamai suprasti pagrindines manipuliavimo rinka pasireiškimo formas. Tokių formų gali būti labai daug, tačiau galima išskirti svarbiausius ir dažniausiai besikartojančius atvejus: 1) sudaryti sandoriai nelemia galutinio vertybinio popieriaus, kuriuo prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, savininko nuosavybės teisių pasikeitimo (angl. *wash trades*); 2) kai asmenys pateikia pavedimus prekiauti ar sudaro sandorius prieš tai ar po to, kai jie patys ar su jais susiję asmenys išplatina neteisingą ar klaidinančią informaciją; 3) apsimestinių pavedimų teikimas neturint ketinimo juos įvykdyti, tokiu būdu klaidinant investuotojus ir darant įtaką vertybinių popierių kainai; 4) pavedimai prekiauti pateikti arba sandoriai sudaryti tuo laiku arba apytiksliai tuo laiku, kai yra apskaičiuojamos orientacinės kainos, atsiskaitymų kainos ar nustatomos vertės, ir tai turi įtakos nustatant minėtas kainas ar vertę; 5) tam tikro emitento vertybinius popierius turinčio asmens skleidžiama klaidinanti teigiama informacija apie minėtą emitentą ar jo vertybinius popierius, tokiu būdu keliant vertybinių popierių kainą ir vėliau juos parduodant (angl. *pump and dump*); 6) klaidinančios neigiamos informacijos apie emitentą ar jo vertybinius popierius skleidimas turint tikslą paveikti vertybinių popierių kainą mažėjimo linkme, tokiu būdu manipuliatorius turi galimybę įsigyti vertybinius popierius mažesne kaina (angl. *trash and cash*) ir kitos manipuliavimo rinka formos. Gairėse taip pat pateikiama trylika manipuliavimo rinka signalų, kurie padeda finansų rinkos tarpininkams ir reguliuojamos rinkos operatoriams nustatyti, ar tam tikri veiksmai yra teisėti ir nesudaro manipuliavimo rinka, pavyzdžiui, sudaromi sandoriai, kurie gali būti paaiškinami tik ketinimu padidinti / sumažinti kainą arba padidinti prekybos tam tikra finansine priemone apyvartą; neįprasta sandorių koncentracija konkrečių finansinių priemonių rinkoje; neįprastai dažnai pasikartojantys sandoriai tarp kelių klientų per tam tikrą laikotarpį; konkretaus kliento neįprastai didelis sandorių ir (ar) pavedimų skaičius.

Lietuvos teisės aktuose nepateikiama atskiro manipuliavimo rinka apibrėžimo, tačiau įtvirtinamos draudžiamos manipuliavimo rinka formos, kurios yra perkeltos iš Piktnaudžiavimo rinka direktyvos 2003/6/EB. Finansinių priemonių rinkų įstatymo 63 straipsnyje nustatyti trys pagrindiniai draudimai manipuliuoti rinka, kurie gali būti apibendrinti taip: 1) tai prekyba vertybiniais popieriais, kuri gali sudaryti klaidinantį įspūdį apie tam tikrų finansinių priemonių pasiūlą, paklausą arba kainą; 2) prekyba finansinėmis priemonėmis panaudojant apgaulę ir 3) klaidinančios ar tikrovės neatitinkančios informacijos platinimas, tokiu būdu sudarant klaidinantį įspūdį apie finansines priemones [5]. Minėtas straipsnis taip pat nustato manipuliavimo rinka formas [5]. Veiksmai kvali-

fikuojami kaip manipuliavimas rinka, kai nustatoma, kad: 1) atitinkami veiksmai galėjo sudaryti tikrovės neatitinkantį ar klaidinantį įspūdį arba buvo palaikoma dirbtinė finansinių priemonių kaina; arba 2) buvo pasitelktos fiktyvios priemonės ar apgaulės būdai; arba 3) buvo skleidžiama klaidinanti ar tikrovės neatitinkanti informacija.

Manipuliavimo rinka formos bendruoju požiūriu taip pat gali būti skirstomos taip: 1) manipuliavimas informacija; 2) manipuliavimas sudarant dirbtinius sandorius ir 3) manipuliavimas kaina. Manipuliavimas sudarant dirbtinius sandorius ir manipuliavimas kaina bendruoju požiūriu vertinami kaip manipuliavimas rinka vykdant prekybos vertybiniais popieriais veiksmus.

## 3. Manipuliavimas informacija

Detaliau panagrinėkime pirmą manipuliavimo rinka formą – manipuliavimą informacija, kuris istoriškai atsirado anksčiau, negu manipuliavimas rinka vykdant prekybą [13, p. 55]. Manipuliavimas informacija – viena iš seniausių ir įdomiausių manipuliavimo rinka pasireiškimo formų. Vertybinių popierių kainai daro įtaką iš esmės du informacijos tipai: „tikroji“ informacija, t. y. žinomi faktai, ir „minkšta“ informacija, t. y. prognozės ir vertinimai, tačiau didelę įtaką kainai gali turėti ir klaidinanti bei tikrovės neatitinkanti informacija, kuri pasitelkus šių dienų komunikacinių priemonių technologijas gali būti greitai ir efektyviai platinama. Klaidinančių gandų skleidimas ar dirbtinių sandorių sudarymas siekiant sukurti klaidinantį įspūdį apie finansinių priemonių pasiūlą ar paklausą yra viena iš seniausių manipuliavimo rinka formų. Manipuliavimas informacija dažniausiai pasireiškia klaidinančiomis rekomendacijomis dėl vertybinių popierių vertės ar tikrovės neatitinkančių gandų skleidimu. Tikrovės neatitinkančios ir klaidinančios informacijos skleidimas yra visų pirma siejamas su žymiuoju XIX a. atveju, kai, pasitelkus klaidinančius gandus apie karo pabaigą ir atėjusią taiką, didėjimo linkme buvo įtakota valstybės skolos vertybinių popierių kaina Londono biržoje. Įdomu pasžymėti, kad, be šiuolaikinių informacinių sistemų galimybių, gandų skleidimas XIX a. pradžioje buvo pakankamai sudėtingas, tačiau kaip rodo istorija – įmanomas. Taigi, gerai žinomoje *R v De Berenger* byloje 1814 m. anglų aristokratai sudarė susitarimą su *De Berenger*, kad pastarasis, apsimetęs Prancūzijos pareigūnu, pasirodytų Doveryje su tikrovės neatitinkančia informacija apie Napoleono žūtį ir karo pabaigą [8, p. 122]. Kai *De Berenger* Anglijoje paskleidė džiugią, tačiau klaidingą naujieną, miesto finansų makleriai ir visuomenė pradėjo intensyviai pirkti valstybės skolos vertybinius popierius, taip gerokai padidindami jų kainą, o gandus paskleidę aristokratų atstovai už pakilusią kainą pelningai parduodavo savo turimus vertybinius popierius. Kitas garsus manipuliavimo informacija atvejis įvyko 1867 m. *Wall Street* finansų makleris, veikdamas kartu su *Western Union* telegrafo operatoriais, paskleidė žinią apie neva bankrutuojančias Niujorko biržos bendroves. Nukritus šių bendrovių vertybinių popierių kainai, melagingų naujienų skleidėjai iš suklaidintų investuotojų pradėjo supirkinėti gerokai atpigusias minėtų bendrovių akcijas [13, p. 61–62]. Vienas iš ryškiausių XX a. pabaigos manipuliavimo informacija atvejų – 1997 m. Kanados bendrovės *Bre-X* įvykdytas manipuliavimas informa-

cija. Bendrovė *Bre-X*, kuri vėliau paskelbė bankrotą, pasaulio finansų spaudoje intensyviai skleidė tikrovės neatitinkančią naujieną, kad bendrovei neva pavyko atrasti vieną iš didžiausių pasaulyje aukso telkinių Indonezijoje. Po melagingų naujienų paskelbimo bendrovės akcijų kaina pakilo iki neregėtų aukštumų [11, p. 189], tačiau, kai tapo žinomas šios informacijos klaidingas pobūdis, bendrovės akcijų kaina ėmė kristi taip greitai, kad atsirado rimtų technologinių sutrikimų Toronto vertybinių popierių biržos kompiuterinėje sistemoje [8, p. 123].

Kita manipuliavimo informacija atmaina, kuri yra pakankamai nauja, – manipuliavimas internete (angl. *internet manipulation*). Šis būdas yra pigus, anonimiškas, efektyvus ir greitas, norint suklaidinti didelį potencialių ir esamų investuotojų skaičių visame pasaulyje, todėl gerokai palengvina neteisėtų veiksmų atlikimą [11, p. 238–239]. Šių laikų technologiniai pasiekimai ir didelis interneto vartotojų ratas suteikia daug galimybių manipuliuoti informacija: straipsniai, el. laiškai, susirašinėjimas ir informacijos skelbimas investuotojų forumuose ir kt. Prekybos vertybiniais popieriais internetu klausimais IOSCO yra parengusi kelias ataskaitas [26, 27]. Nustatyti trys pagrindiniai būdai, kuriais manipuliatoriai skleidžia klaidinančią informaciją internete: 1) tikrovės neatitinkančių pranešimų apie bendrovę ar jos vertybinius popierius pateikimas naujienų pranešimuose; 2) masinis klaidinančių el. laiškų siuntimas, sudarant įspūdį, kad laišką sukūrė „insaideris“ ir jis yra skirtas kitam asmeniui (tokiu būdu siekiama, kad laišką gavęs asmuo pasinaudotų laiške išdėstyta klaidinančia informacija); 3) klaidinančios informacijos skleidimas per internetinius bendravimo forumus [8, p. 124]. Kaip ryškų pavyzdį galima pateikti 1996 m. įvykusį investuotojų suklaidinimą, kai viename iš bendravimo forumų buvo paskleista informacija, kad NASDAQ listinguojama bendrovė *Comparator Systems Corporation* sukūrė pirštо atspaudų atpažinimo sistemą, kuri galės būti integruota į kredito korteles. Buvo teigiama, kad *MasterCard* ketina greitu laiku pasinaudoti sukurta technologija. *Comparator Systems Corporation* bendrovės rinkos kapitalizacija ir akcijų kaina per vieną dieną labai padidėjo. Vėliau buvo nustatyta, kad minėta technologija pavogta iš Jungtinės Karalystės mokslininkų, o informacija apie *MasterCard* ketinimus neatitinka tikrovės. *Comparator Systems Corporation* akcijų kaina reikšmingai sumažėjo, bendrovė buvo išbraukta iš biržos prekybos sąrašų ir tais pačiais metais bankrutavo.

Atsižvelgiant į pateiktus pavyzdžius, galima daryti išvadą, kad manipuliavimas informacija yra pavojingas pažeidimas, kuris finansų rinkų skaidrumui ir investuotojų interesams gali padaryti neigiamą įtaką labai greitai ir dideliu mastu. Klaidingos ir tikrovės neatitinkančios informacijos skleidimas yra sunkiai suvaldomas procesas, todėl šiai sričiai turi būti teikiamas pakankamas priežiūros institucijų dėmesys.

## 4. Manipuliavimas vykdant prekybos veiksmus

Kita manipuliavimo rinka forma – manipuliavimas vykdant prekybą (angl. *trade-based manipulation*), t. y. teikiant klaidinančius pavedimus ar sudarant apsimestinius sandorius, ir tokiu būdu iškreipiant vertybinių popierių kainą. Ši manipuliavimo rinka forma nuosekliai pradėjo formuotis

XIX a. pabaigoje [13, p. 54–110, 61]. Manipuliavimą rinka vykdant prekybą vertybiniais popieriais yra sudėtinga įrodyti, nes pažeidėjai siekia, kad jų prekyba atrodytų įprastai. Minėtas manipuliavimas rinka gali būti atliekamas įvairiais prekybos metodais ir būdais, pavyzdžiui, vykdant prekybą su savimi, tikslingai anuliuojant pateiktus pavedimus, sudarant apsimestinius sandorius, nustatant vertybinių popierių kainą ir daugeliu kitų būdų, kurių sąrašas nėra baigtinis.

Prekyba pagrįstas manipuliavimas rinka vykdomas siekiant sudaromais sandoriais ar teikiamais pavedimais daryti įtaką akcijų kainai didėjimo arba mažėjimo linkme, nepasitelkiant jokių kitų priemonių, pavyzdžiui, klaidinančios informacijos skleidimo. Tačiau galimi ir šių dviejų manipuliavimo formų deriniai. Galima pateikti tokį prekyba pagrįsto manipuliavimo rinka pavyzdį: [18, p. 1–10] akcijų pardavėjas ketina tiesioginiu sandoriu instituciniam investuotojui parduoti 1 mln. bendrovės X akcijų. Subjektai susitarė dėl sandorio kainos, kuri turi būti X bendrovės akcijų prekybos dienos uždarymo kaina reguliuojamoje rinkoje. Po šio susitarimo pardavėjas reguliuojamoje rinkoje tikslingai sudaro pirkimo sandorį dėl 10 000 vnt. bendrovės X akcijų tokiu būdu pakeldamas akcijų kainą nuo 10 iki 11 JAV dolerių ir užfiksuodamas didesnę bendrovės X akcijų prekybos dienos uždarymo kainą ir siekdamas instituciniam investuotojui parduoti 1 mln. bendrovės X akcijų didesne kaina. Atlikdamas minėtus veiksmus pardavėjas gauna didesnę naudą, o akcijas už didesnę kainą įsigijęs institucinis investuotojas patiria nuostolių, nes be manipuliavimo rinka veiksmų atlikimo sandorio kaina būtų mažesnė. Prekyba grindžiamam manipuliavimui rinka, nepaisant mažos sėkmės tikimybės didelėse rinkose, reikia didelių neteisėtų veiksmų atlikimo kaštų.

Viena iš svarbesnių ir dažnai naudojamų manipuliavimo rinka vykdant prekybą vertybiniais popieriais atmainų – prekyba dienos pabaigoje, kai, siekiant paveikti vertybinių popierių prekybos dienos uždarymo kainą norima linkme, dideli sandoriai sudaromi arba pavedimai teikiami prieš pat prekybos dienos pabaigą (angl. *marking the close*). Šis manipuliavimo rinka būdas yra populiarus todėl, kad vertybinių popierių prekybos dienos uždarymo kaina dažnai yra nurodoma finansų spaudoje, todėl tokiu būdu siekiama sudaryti klaidinantį įspūdį apie tikrąją vertybinių popierių kainą. Šios manipuliavimo rinka schemos panaudojimo kaštai yra mažesni negu kitų manipuliavimo formų, todėl minėta schema yra dažnai naudojama [13, p. 69].

Manipuliavimo rinka veiksmai vykdant prekybą taip pat sukuria klaidinančią informaciją, nes finansų rinkai teikia tikrovės neatitinkantį įspūdį apie tam tikrų finansinių priemonių pasiūlą, paklausą ar kainą, tačiau priešingai nei manipuliavimas informacija, klaidinanti informacija atsiranda ne iš skleidžiamos informacijos, bet iš fiktyvios arba apsimestinės prekybos vertybiniais popieriais. Fiktyvi prekyba vertybiniais popieriais gali pasireikšti sandorių sudarymu su savimi per skirtingus finansų maklerius, t. y. vykdant prekybą, kuri nelemia galutinio vertybinių popierių savininko pasikeitimo, tokiu būdu sudaromas įspūdis, kad yra didelis susidomėjimas tam tikros bendrovės vertybiniais popieriais. Manipuliavimas rinka pasitelkus fiktyvią prekybą yra senas reiškinys. Ši technika, kartu su klaidinančių gandų skleidimu

buvo plačiai naudojama dar XIX amžiuje, dažniausiai manipuliuojant geležinkelių bendrovių akcijomis. Bendrosios teisės valstybėse manipuliavimas rinka pasitelkus fiktyvius sandorius vertinamas kaip sukčiavimas. Visos fiktyvių sandorių formos gali būti naudojamos ir ateities sandorių rinkose, kurios „jautriai“ reaguoja į informaciją apie prekybos apimties pokyčius [8, p. 130–131].

Manipuliavimas rinka būna rezultatyviausias, kai veiksmai atliekami asmens, žinančio viešai neatskleistą informaciją. Dėl savo turimos viešai neatskleistos informacijos toks asmuo turi galimybę greitai pasiekti norimą neteisėtą rezultatą ir pažeisti kainos formavimo mechanizmo vientisumą. Tokiais atvejais dažniausiai skleidžiama klaidinanti arba tikrovės neatitinkanti informacija apie tam tikrą emitentą ar jo vertybinius popierius. [9] Tačiau manipuliavimo rinka veiksmus atliekantis investuotojas, kuris nežino viešai neatskleistos informacijos, taip pat gali gauti didelę neteisėtą naudą, jeigu sėkmingai sudarys įspūdį, kad jo sudaromi sandoriai yra vykdomi asmens, žinančio tokią informaciją [8, p. 222]. Paveikti vertybinių popierių kainą įmanoma netgi labai likvidžioje rinkoje, pavyzdžiui, jei atitinkama prekyba sudarys įspūdį, kad rinkoje yra informacijos asimetrija. Nustatyta, kad pavedimų sudaryti sandorius kiekio ženklus padidėjimas, jei manoma, kad yra reikšminga viešai neatskleista informacija, lemia greitą įtaką akcijų kainai [10]. Tai galima aiškinti tuo, kad rinkoje atsiranda dvejopo pobūdžio informacija: vertinga faktais paremta informacija ir vadinamasis triukšmas (angl. *noise*), t. y. spekuliantų skleidžiama nepagrįsta informacija. Pastarieji sudaro sandorius, siekdami sudaryti klaidingą įspūdį dėl savo disponavimo viešai neatskleista informacija ir tokiu būdu siekia paveikti akcijų kainą ir gauti iš to naudos. Dažnai tokie asmenys, neturėdami naujos reikšmingos informacijos, gerokai padidina savo prekybos apimtį, taip atkreipdami kitų investuotojų dėmesį ir juos klaidindami. Tyrimas atskleidė, kad „triukšmą“ stebintys investuotojai reaguoja ne tik į viešai neatskleistą informaciją žinančių asmenų prekybą, bet ir į tokios informacijos neturinčių, tačiau klaidingą įspūdį sudarančių asmenų prekybą [12, p. 1031–1059].

Vertybinių popierių pardavimas tam tikromis sąlygomis taip pat gali būti vertinamas kaip manipuliavimas rinka (angl. *sale-based manipulation*) ir gali sudaryti klaidinantį įspūdį apie vertybinių popierių vertę ir lemti kainos sumažėjimą, nes finansų rinkai gali būti siunčiama žinia, kad tam tikri vertybiniai popieriai yra pervertinti. Dažniausiai tokia manipuliavimo technika remiasi skolintų vertybinių popierių pardavimu (angl. *short-selling*) [17, p. 212][2]. Pardavėjas finansų rinkoje parduoda pasiskolintus vertybinius popierius, todėl vėliau turi atpirkti tokį pat vertybinių popierių kiekį, kad padengtų savo turimą poziciją ir grąžintų pasiskolintus vertybinius popierius. Manoma, kad skolintų vertybinių popierių pardavimą dar 1609 m. išrado olandų pirklys, stambus olandų Rytų Indijos kompanijos akcininkas. Nuo pat šios prekybos technikos atsiradimo skolintų vertybinių popierių pardavimo reglamentavimas sulaukdavo nemažai diskusijų. XVIII a. Anglijoje tokia prekyba

[2] Skolintų vertybinių popierių pardavimas – tai praktika, kai fizinis arba juridinis asmuo parduoda jam nepriklausančius vertybinius popierius, ketindamas atpirkti tapačius vertybinius popierius vėliau. Tikslas – gauti naudą iš vertybinių popierių kainos kritimo.

buvo apskritai uždrausta. 1802 m. Prancūzijoje Napoleonas išleido įsakymą, pagal kurį skolintų vertybinių popierių pardavėjams buvo numatyta vienerių metų laisvės atėmimo bausmė. Skolintų vertybinių popierių pardavėjai sulaukė daug neigiamo dėmesio ir 1929 m. žlugus pasaulio finansų rinkoms [17, p. 213]. Savaime skolintų vertybinių popierių veikla nėra draudžiama ir nereiškia manipuliavimo rinka, tačiau atsižvelgiant į pardavėjo suinteresuotumą kuo didesniu vertybinių popierių kainos kritimu, dažnai pastebimi manipuliavimo rinka veiksmai, nes pardavėjas tikisi gauti pelno iš akcijų kainų kritimo ir greitu laiku atpirkti pasiskolintas ir parduotas akcijas už mažesnę kainą. Tokiais atvejais naudą ar nuostolius sudaro parduotų ir atpirktų pasiskolintų vertybinių popierių kainų skirtumas. Dažnai skolintų vertybinių popierių pardavimu verčiasi asmenys, žinantys viešai neatskleistą informaciją, arba rizikos draudimo fondai (angl. *hedge funds*), todėl ši veikla kelia didelį susirūpinimą priežiūros institucijoms. 2009 m. IOSCO nustatė keturis pagrindinius skolintų vertybinių popierių pardavimo veiklos reguliavimo principus. Pabrėžta būtinybė reguliuoti skolintų vertybinių popierių pardavimo sritį, kad būtų užkirstas kelias piktnaudžiauti rinka, taip pat nustatytas informacijos atskleidimo priežiūros institucijoms ir finansinių priemonių rinkų dalyviams trūkumas. Svarbu pažymėti, kad didelis skaičius mokslinių tyrimų rodo, kad skolintų vertybinių popierių pardavimas savaime yra teigiama ir rinkos efektyvumą didinanti veikla. Teigiama, kad ši veikla yra sudedamoji laisvai funkcionuojančios finansų rinkos dalis; skolintų vertybinių popierių pardavimo veiksmai užtikrina, kad vertybinių popierių kaina nebus pernelyg didelė; minėta veikla daro teigiamą įtaką finansų rinkų likvidumui ir mažina finansinių burbulų augimo riziką. Tačiau yra ir priešingų nuomonių: teigiama, kad minėti veiksmai gali kenkti bendrovėms, kurios siekia pritraukti papildomą kapitalą, lemti bendrovių bankrotą, veiksmai gali būti naudojami siekiant manipuliuoti rinka; teigiama, kad veiksmai taip pat gali būti pavojingi visai finansų rinkai ir sukelti joje nepagrįstą paniką. Tačiau reikia pažymėti, kad skolintų vertybinių popierių pardavimas savaime neskatina piktnaudžiavimo rinka veiksmų [17, p. 216–219]. Atsižvelgiant į visas išvardytas skolintų vertybinių popierių pardavimo teigiamas ir neigiamas savybes, darytina išvada, kad ši veikla yra skatintina ir leistina tik tais atvejais, kai investuotojai elgiasi sąžiningai ir nesinaudoja neteisėtais būdais siekdami dirbtinai daryti įtaką vertybinių popierių kainai ir taip gauti asmeninės neteisėtos naudos. Kadangi vykdydami skolintų vertybinių popierių pardavimą investuotojai tikisi užsidirbti iš akcijų kainų kritimo, dažniausiai yra pasitelkiami neteisėti būdai, siekiant dirbtinai paveikti vertybinių popierių kainą mažėjimo linkme, pavyzdžiui, įvairiais būdais skleidžiant klaidinančią ar tikrovės neatitinkančią neigiamą informaciją apie konkrečią bendrovę. Tačiau kiekvienas atvejis turi būti vertinamas atskirai, atsižvelgiant į visas susijusias aplinkybes ir įtartinos prekybos tikslus.

## 5. Manipuliavimo rinka tyrimai

Prekyba pagrįstas manipuliavimas rinka yra sunkiai įrodomas pažeidimas, nes yra sunku nustatyti asmens ketinimus, taip pat sudėtinga paprastą prekybą vertybiniais popieriais atskirti nuo manipuliavimo rinka veiksmų, ypač jeigu, be prekybos ver-

tybiniais popieriais veiksmų, nebuvo atliekami kiti neteisėti veiksmai. Reikšmingos aplinkybės, į kurias turi būti atsižvelgiama nustatant manipuliavimą rinka, yra šios: asmuo turėjo suinteresuotumą tam tikra vertybinių popierių kaina; atsižvelgiant į įprastus tam tikros bendrovės vertybinių popierių kainos judėjimus, įtaka kainai buvo reikšminga; dirbtinę vertybinių popierių kainą nustačiusiam asmeniui kilo tam tikrų teigiamų padarinių. Svarbu nustatyti tikrąjį tikslą, kuriuo siekė, kaip galima matyti, manipuliavimo rinka veiksmus atlikęs asmuo. Pavyzdžiui, aplinkybė, kad asmuo teikė neįprastus vertybinių popierių pirkimo pavedimus, dar nereiškia, kad asmuo ketino įsigyti vertybinių popierių. Tokie veiksmai galėjo būti atlikti turint tikslą paveikti vertybinių popierių kainą didėjimo linkme, kad vėliau vertybinius popierius būtų galima parduoti už didesnę kainą.

Manipuliavimo rinka tyrimai yra sudėtingi ir reikia specifinių teisės ir finansinių priemonių rinkų srities žinių. Kadangi šiais laikais prekyba vertybiniais popieriais vyksta greitai ir naudojamos automatizuotos sistemos, piktnaudžiavimo rinka veiksmai taip pat atliekami kur kas greičiau, padarinių finansų rinkoje atsiranda nedelsiant ir dažnai paveikia ne vienos, o kelių valstybių finansinių priemonių rinkas. Priežiūros institucijos turi į tai atsižvelgti ir greitai reaguoti, todėl svarbu vykdyti prekybos priežiūrą ne tik po prekybos vertybiniais popieriais sesijos pabaigos, bet ir atlikti priežiūrą realiuoju laiku (angl. *real-time supervision*), nes tokia priežiūra suteikia galimybę greitai pastebėti neįprastą prekybą vertybiniais popieriais, nedelsiant reaguoti ir išvengti didesnės žalos atsiradimo [30, p. 14–15]. Tokiuose tyrimuose, kaip ir pasinaudojimo viešai neatskleista informacija atvejais, dažnai yra sudėtinga gauti tiesioginių įrodymų, todėl pasaulinėje praktikoje kaltinimai dažniausiai yra grindžiami netiesioginių įrodymų visuma [28, p. 21]. Kadangi minėti pažeidimai atliekami vertybinių popierių biržose ir kitose prekybos platformose, dažniausiai tyrimus pradeda ta valstybės finansų rinkos priežiūrą atliekanti kompetentinga institucija, kurios teritorijoje įsteigta konkreti prekybos finansinėmis priemonėmis platforma.

Manipuliavimo rinka tyrimai dažniausiai pradedami pastebėjus neįprastą vertybinių popierių kainos arba prekybos apimties pasikeitimą. Tokiais atvejais specialistai, siekdami nustatyti, kokios priežastys lėmė minėtus pokyčius, iš pradžių atlieka rinkos analizę. Pavyzdžiui, kai tam tikro emitento vertybinių popierių kaina labai sumažėja bendrovei paskelbus esminį įvykį apie paskutinio pusmečio nuostolius, kainos pokyčiai vertinami kaip pagrįsti ir nulemti objektyvių priežasčių, todėl nėra pagrindo įtarti piktnaudžiavimo rinka veiksmų atlikimo. Tyrimo pradžioje peržiūrima visa viešai prieinama informacija apie konkretų emitentą ir jo vertybinius popierius; tiriama, ar nebuvo skleidžiama klaidinanti ar tikrovės neatitinkanti informacija; atliekama vertybinių popierių kainos ir prekybos apimčių judėjimo istorinė analizė; peržiūrima aktualaus laikotarpio to paties sektoriaus bendrovių prekybos vertybiniais popieriais suvestinė, tokiu būdu nustatomos vertybinių popierių kainos pokyčių priežastys, t. y. nustatoma, ar kainai turėjo poveikį teisėti ekonominiai veiksniai. Tačiau nenustačius objektyvių aplinkybių, kurios galėjo pagrįstai nulemti neįprastus vertybinių popierių kainos

ar apyvartos pokyčius, atliekama gilesnė analizė [28, p. 11–13]. Nustačius neteisėtus veiksmus, kurie nulėmė vertybinių popierių kainos ar apyvartos pokyčius, svarbu nustatyti, kokia būtų buvusi vertybinių popierių kaina ar prekybos apyvarta, jeigu minėti neteisėti veiksmai nebūtų atlikti. Tai sudėtinga užduotis ir reikalauja didelio preciziškumo, nes būtina tiksliai įvertinti visas aplinkybes, kurios galėjo turėti įtakos konkrečiam vertybinių popierių kainos ar apyvartos pokyčiui. Tinkamai atlikus šią užduotį, nustatomi tikslūs manipuliavimo rinka padariniai: dirbtinės įtakos finansinių priemonių rinkai apimtis. Lietuvoje priežiūros institucijai yra nustatytos pakankamai plačios galios, tame tarpe ir gavus teismo leidimą daryti patikrinimus su pažeidimu galbūt susijusių juridinių asmenų patalpose, arba tų juridinių asmenų patalpose, kurių darbuotojai gali būti susiję su įtariamu pažeidimu [5, 71 81 straipsniai], t. y. patikrinimus galima atlikti ir priežiūros institucijos neprižiūrimų subjektų patalpose. Kapitalo rinkose didelę reikšmę turi asmenų pranešimai apie jiems žinomus piktnaudžiavimo rinka atvejus, todėl teisinis reglamentavimas tam turi sudaryti palankias sąlygas. 2010 m. JAV reikšmingai išplėtė savo skatinimo programas minėtus pranešimus teikiantiems asmenims, o Europoje EK taip pat ėmėsi iniciatyvos ir pasiūlė šią sritį reglamentuoti naujame Piktnaudžiavimo rinka reglamente [16, p. 1–21]. Subjektyvių pažeidimo požymių nustatymas manipuliavimo rinka bylose, jeigu buvo vykdomas tik prekybos veiksmais paremtas manipuliavimas rinka, yra pakankamai sudėtingas, nes būtina įrodyti, kad sudarydamas tam tikrus sandorius ar teikdamas pavedimus dėl vertybinių popierių pirkimo ar pardavimo, asmuo vykdė ne įprastą investicinę veiklą, bet turėjo ketinimą manipuliuoti rinka [28, p. 18]. Jeigu nėra kitų įrodymų, o tik įvykdyta įtartina prekyba, neteisėto ketinimo įrodymas yra labai sudėtingas, nebent tiriamas atvejis yra klasikinis, pavyzdžiui, kai asmuo ilgą laiką teikia pirkimo pavedimus gerokai didesnė negu rinkos kaina, tačiau galiausiai, kai kaina paveikiama didėjimo linkme, asmuo parduoda savo turimas akcijas ir gauna didesnį pelną negu būtų buvęs, jeigu sistemingai nebūtų didinęs akcijų kainos.

Remiantis statistika, daugelyje ES valstybių dažniausiai padaromi pasinaudojimo viešai neatskleista informacija pažeidimai. Lietuvoje situacija kitokia, nes Lietuvos vertybinių popierių rinka yra palyginti maža, todėl net nedideli bandymai dirbtinai paveikti akcijų kainą dažnai baigiasi sėkmingai. Atsižvelgiant į tai, Lietuvoje investuotojai dažniausiai nubaudžiami už manipuliavimą rinka: sistemingą pavedimų anuliavimą prekybos vertybiniais popieriais sesijos pabaigoje, klaidinančios informacijos skelbimą apie emitentą ar jo vertybinius popierius, sandorių sudarymą su savimi arba tarp susijusių asmenų, siekiant paveikti akcijų kainą, ir kitus manipuliavimo rinka veiksmus.

## Išvados

1. Išanalizavus teisinį reglamentavimą ir dažniausiai atliekamus veiksmus, darytina išvada, kad manipuliavimo rinka pažeidimai gali būti atliekami dviem būdais: 1) skleidžiant klaidinančią arba tikrovės neatitinkančią informaciją apie bendrovę ar finansines jos priemones (manipuliavimas informacija) ir (arba) 2) sudarant sandorius arba teikiant pavedimus dėl finansinių priemonių, kuriais siekiama dirbtinai daryti įtaką

finansinių priemonių kainai (prekyba paremtas manipuliavimas).

2. Vykdydamos manipuliavimo rinka tyrimus, priežiūros institucijos susiduria su sunkumais siekdamos įrodyti antru būdu, t. y. prekybos veiksmais, padarytą pažeidimą, nes minėtus veiksmus yra sudėtinga atskirti nuo įprastos ir teisėtos investavimo veiklos; šie neteisėti prekybos vertybiniais popieriais veiksmai dažnai atliekami pasitelkiant sudėtingas ir painias manipuliavimo rinka schemas. Manipuliavimo rinka atvejais yra svarbu pasitelkti ekonomikos ir finansų rinkų sričių ekspertus, kurie apskaičiuotų ir pagrįstų, kokie buvo vertybinių popierių kainos pokyčiai ir kokios aplinkybės paskatino minėtus pokyčius, t. y. objektyvios priežastys, dėl kurių asmuo neturėtų būti traukiamas teisinėn atsakomybėn, ar subjektyvios ir neteisėtos, pavyzdžiui, tikslingai darant dirbtinę įtaką akcijų kainai, o tai asmeniui turėtų sukelti atitinkamų teisinių padarinių. Teismai turėtų preciziškai vertinti minėtus įrodymus byloje, nes nuo šių skaičiavimų tikslumo priklauso atsakomybėn traukiamo asmens kaltė.
3. Manipuliavimas informacija dažniausiai yra akivaizdesnis ir lengviau įrodomas piktnaudžiavimo rinka pažeidimas, negu manipuliavimas rinka atliekant tik prekybos veiksmus. Tačiau manipuliavimas informacija yra pakankamai pavojingas pažeidimas, kuris finansų rinkų skaidrumui ir investuotojų interesams gali padaryti neigiamą įtaką labai greitai ir dideliu mastu. Todėl priežiūros institucijos turėtų kuo labiau automatizuoti viešojoje erdvėje skleidžiamos informacijos priežiūrą, kad klaidinančios ar tikrovės neatitinkančios informacijos skleidimo atvejai būtų nustatomi nedelsiant ankstyvojoje stadijoje ir būtų galima imtis reikiamų priemonių.

## LITERATŪRA


**Europos Sąjungos teisės aktai**

1. 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka) (OL, 2004 L 96, p. 367).
2. 2003 m. gruodžio 22 d. Komisijos direktyva 2003/124/EB, įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2003/6/EB dėl viešai neatskleistos informacijos ir viešo jos atskleidimo bei manipuliavimo rinka apibrėžimo (OL, 2003 L 339, p. 70).

**Lietuvos Respublikos teisės aktai**

3. Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodeksas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios,* 1985, nr. 1-1.
4. Lietuvos Respublikos baudžiamasis kodeksas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*. 2000, nr. 89-2741.
5. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios,* 2007, Nr. 17-627; 2011, nr. 145-6818.
6. Vertybinių popierių komisijos 2009 m. vasario 11 d. nutarimu Nr. 1K-1 patvirtinti Piktnaudžiavimo rinka pasireiškimo formų sąrašo ir pranešimų apie galimą piktnaudžiavimą rinka pateikimo Komisijai nuostatai (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios,* 2009. nr. 18-740.

**Teismų sprendimai**

7. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2009 m. rugsėjo 28 d. nutartis administracinėje byloje *UAB DK „PZU Lietuva“ prieš Vertybinių popierių komisiją,* Nr. A$^{556}$–1035/2009.

**Specialioji literatūra**

8. AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis*. Oxford: Oxford University Press, 2005.
9. BENABOU, R.; LAROQUE, G. Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus and Credibility. *The Quarterly Journal of Economics*, 1992, Vol. 107, No. 3, p. 929–930.
10. BREEDON, F. J. Intraday Price Formation on the London Stock Exchange. *LSE-FMG Discussion Paper No 158*, London, 1993.
11. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*. A plume book, Penguin Groop, 2000.
12. CORNELL, B.; SIRRI E. R. The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading. *The Journal of Finance,* Vol. XLVII, No. 3, July 1992, p. 1031–1059.
13. CONSTABLE P. Ferocious Beast or Toothless Tiger? The Regulation of Stock Market Manipulation in Australia. *Macquarie Journal of Business Law, MqJBL,* Vol. 8, 2011.
14. CUMMING D.; JOHANS S. Global Market Surveillance. *American Law and Economics Review*, 2008.
15. FISCHEL, D. R.; ROSS, D. J. Should the Law Prohibit „Manipulation" in Financial Markets? 1991, *105 Harv LR 503*.
16. FLEISCHER, H.; SCHMOLKE, K. U. Financial Incentives for Whistleblowers in European Capital Markets Law? Legal Policy Considerations on the Reform of the Market Abuse Regime. *Social Science Research Network,* 2012, p. 1–21.
17. MOOSA I. The regulation of short selling: A pragmatic view. *Journal of Banking Regulation*, 2012, Vol. 13, 3.
18. NELEMANS, M. Redefining Trade-Based Market Manipulation. *Social Science Research Network*, 2008, p. 50–55.
19. SODERSTOM, R. Regulating Market Manipulation, An Approach to designing Regulatory Principles. *Uppsala Faculty of Law Working Paper.* Uppsala, 2011.
20. SEREDYNSKA, I. *Insider Dealing and Criminal Law, Dangerous Liaisons.* Springer-Verlag Berlin Heidelberg. 2012.
21. SWAN E. J.; VIRGO J. *Market abuse regulation*. Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2010.
22. VANHARA, D. *Viešoji prekyba akcijomis. Teisinio reglamentavimo ypatumai ir problemos*. Vilnius: Leidykla MES, 2011.

**Rekomendacijos ir ataskaitos**

23. Market Abuse Directive – Level 3 – first set of Committee of European Securities Regulators guidance and information on the common operation of the Directive (CESR/04-505b).
24. Insider trading. How jurisdictions regulate it. IOSCO. Report. 2003.
25. Investigating and Prosecuting Market Manipulation. IOSCO. Report. 2010.
26. Report on Securities Activity on the Internet II. IOSCO, June 2001.
27. Report on Securities Activity on the Internet III. IOSCO, October, 2003.
28. Investigating and Prosecuting Market Manipulation. IOSCO, Report, May, 2000.
29. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosiere, Report, Brussels, 25 February 2009.
30. The Netherlands Authority for the Financial Markets, Five years of market abuse supervision, a European regime in development, Report, 2010.

## PROHIBITION TO MANIPULATE MARKET

**Oksana Fruzerova**

S u m m a r y

All issues described in this article are relevant to financial markets participants, investors and legal professionals who are responsible for regulatory compliance and who deals with conviction of those who violated the prohibition to manipulate market. The article is divided into five parts, the main attention is devoted to the: 1) definition of market manipulation, various definitions of market manipulation presented in foreign legal doctrine and legal acts are being analyzed; 2) market manipula-

tion forms and signs, established in the EU legal documents and transposed into Lithuania national law, in details two main market manipulation forms are being analyzed: 3) manipulation of information, examples of this violation and legal cases are being presented, and 4) trade based market manipulation, methods of this illegal actions are being presented, specifics of this violation is being discussed, and finally 5) market manipulation investigations, which are very specific and difficult to prove, are being discussed. In the end, conclusions about both main forms of market manipulation: manipulation of information and trade based manipulation are being presented.

*Įteikta 2013 m. balandžio 10 d.*
*Priimta publikuoti 2013 m. liepos 1 d.*