PASINAUDOJIMAS VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOJE

Oksana Fruzerova

Lietuvos banko Priežiūros tarnybos
Finansinių paslaugų ir rinkų priežiūros departamento
Reguliuojamos rinkos priežiūros skyriaus
vyresnioji juriskonsultė
Tel. (8 5) 268 05 31
El. paštas: ofruzerova@lb.lt

Pagrindinis straipsnio tikslas – įvardyti tinkamą informacijos finansinių priemonių rinkose atskleidimo mechanizmą; išanalizuoti viešai neatskleistos informacijos apibrėžimo kriterijus, nustatyti minėto apibrėžimo praktinio taikymo problemas ir pateikti jų sprendimo būdus; taip pat įvertinti draudimo naudotis viešai neatskleista informacija pagrįstumą. Ši tema yra ypač aktuali, nes Lietuvos finansų rinka yra sąlygiškai jauna, trūksta mokslinių tyrimų šioje srityje, o už draudimo naudotis viešai neatskleista informacija pažeidimą įtvirtinta ne tik administracinė, bet ir baudžiamoji atsakomybė. Straipsnis skiriamas finansų rinkos dalyviams, investuotojams, teisininkams ir šia sritimi besidomintiems mokslininkams.

The main goals of this article is to identify appropriate information disclosure mechanism in the sphere of financial markets; to analyze the definition and criteria's of inside information; to determine the problems of practical application if this definition and present identified solutions; and finally evaluate the validity and soundness of the prohibition of insider trading. The topic of this article is extremely relevant taking into consideration the novelty of Lithuanian financial market and the lack of scientific research in this area in Lithuania, besides violation of prohibition of insider trading may lead not only to administrative, but also to criminal liability. The article should be relevant to the participants of financial markets, investors, lawyers and researches.

Įvadas

Straipsnio objektas ir tikslas. Siekiant užtikrinti finansinių priemonių rinkų ir prekybos vertybiniais popieriais efektyvų funkcionavimą, būtinas skaidrumas. Investuotojams svarbu, kad visi „žaistų" pagal tas pačias taisykles ir nė vienas investuotojas neturėtų nepagrįsto išankstinio pranašumo ar viešai neatskleistos informacijos. Vienas iš rimčiausių pažeidimų finansinių priemonių rinkoje, kuris yra ir piktnaudžiavimo rinka forma – pasinaudojimas viešai neatskleista informacija sudarant sandorius dėl vertybinių popierių ar kitų finansinių priemonių. Kai dalis investuotojų sudaro sandorius remdamiesi viešai neatskleista ir kitiems rinkos dalyviams nežinoma informacija, atsiranda informacijos asimetrija ir investuotojų nelygybė. Tokie veiksmai griauna finansinių priemonių rinkų stabilumą, mažina jų skaidrumą, pažeidžia investuotojų interesus ir padidina jų investavimo riziką. Draudimo naudotis viešai neatskleista informacija pažeidimai taip

pat silpnina investuotojų pasitikėjimą finansinių priemonių rinka, todėl bendrovėms sunkiau pritraukti papildomą kapitalą. Viešai neatskleista informacija disponuojantys asmenys turi pranašumą, palyginti su kitais investuotojais, ir gali priimti investicinius sprendimus be rizikos arba su labai maža rizika. Daugelyje pasaulio valstybių už šį pažeidimą numatyta adekvati teisinė atsakomybė. Su draudimu naudotis viešai neatskleista informacija susijęs teisinis reglamentavimas yra vienas iš sudėtingiausių, su kuriuo tenka susidurti finansų rinkos dalyviams. Dažnai nėra paprasta nustatyti, ar tam tikra prekyba vertybiniais popieriais yra leistina ir nelems teisinės atsakomybės atsiradimo. Viešai neatskleistos informacijos apibrėžimas yra gana abstraktus, todėl vertybinių popierių rinkos dalyviams atsiranda tam tikras teisinis neapibrėžtumas. Problemų kelia ir tinkamas viešai neatskleistos informacijos atskleidimas. Teisės aktų kūrėjai turi užtikrinti, kad būtų įsakmiai draudžiami veiksmai, pažeidžiantys finansų rinkų skaidrumą. Savo ruožtu turi būti išlaikyta teisinio reglamentavimo griežtumo ir jo praktinio įgyvendinimo efektyvumo pusiausvyra. Todėl straipsnyje siekiama ištirti esamą draudimo naudotis viešai neatskleista informaciją reglamentavimą ir jo pagrįstumą, išryškinti kylančias problemas ir pasiūlyti jų sprendimo būdų.

Problematika, darbo aktualumas ir naujumas. Ne visada yra paprasta nustatyti, ar tam tikra informacija laikoma viešai neatskleista vertybinių popierių rinkų reglamentavimo požiūriu. Ypač daug problemų kelia viešai neatskleistos informacijos žinojimo ar neteisėto perdavimo fakto konstatavimas, nes priežiūros institucijai šį faktą yra sunku įrodyti. Atsižvelgiant į tai darbe analizuojama problematika labai aktuali Lietuvos teismams, kurie tik pradėjo formuoti teismų praktiką piktnaudžiavimo finansinių priemonių rinka bylose. Piktnaudžiavimo finansinių priemonių rinka klausimai Lietuvos moksle iki šiol beveik nenagrinėti. Darbas turėtų būti naudingas teisės aktų kūrėjams ir taikytojams, taip pat mokslininkams, ketinantiems giliau tirti piktnaudžiavimo rinka temą. Lietuvoje nagrinėjama tema pavyko rasti vieną monografiją prekybos vertybiniais popieriais tema [33], kurioje, be kitų klausimų, trumpai aptariamas piktnaudžiavimas rinka, tačiau pasinaudojimas viešai neatskleista informacija nėra plačiai analizuojamas.

Tyrimo šaltiniai ir jų apžvalga. Lietuvos teisės moksle piktnaudžiavimo rinka klausimai beveik nenagrinėti, todėl trūksta mokslinių šios srities tyrimų. Užsienio teisės doktrinoje šiam klausimui skiriama kur kas daugiau dėmesio. Darbe buvo remtasi šiais piktnaudžiavimo rinka klausimus tyrusiais užsienio autoriais, kurie daugiausia nagrinėjo piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą skirtingose valstybėse ir ES, taip pat įvairių valstybių priežiūros institucijų ir teismų praktika: E. Avgouleas, E. J. Swan, J. Virgo, I. Seredynska, Siems M. Mathias, U. Bhattacharya, L. A. Hedges, L. Hunmook ir kt. Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija klausimą savo moksliniuose straipsniuose nagrinėjo nemažai užsienio autorių. Bhattacharya U., Daouk H. „The World price of Insider Trading“ (2002); Hedges L. A. „Insider Trading and the EEC: Harmonization of the Insider Trading Laws of the Member States“ (1985); Hansen J. L. „What constitutes insider dealing? The Advocate General‘s opinion in Case

C-45/08, Spector Photo Group“ (2009); Hunmook L. „Rationales and Requirements of Legal Framework of Insider Dealing in the European Union“ (2008); Klohn L. „The European Insider Trading Regulation after the ECJ‘s *Spector* Photo Group-Decision“ (2010) ir kiti.

Straipsnio metodai. Pagrindiniai darbe taikyti tyrimo metodai: loginės analizės, lyginamasis, teleologinis, istorinis, sisteminės analizės, lingvistinis, duomenų rinkimo ir duomenų analizės.

Straipsnyje išsamiai analizuojamas informacijos finansinių priemonių rinkose atskleidimas; viešai neatskleistos informacijos apibrėžimas ir šiai informacijai taikomi kriterijai; draudimo naudotis viešai neatskleista informacija apimtis, minėto draudimo šalininkų ir priešininkų argumentai ir svarbiausi šios srities reglamentavimo analizės aspektai.

Informacijos atskleidimas finansinių priemonių rinkose

Vienas iš svarbiausių finansinių priemonių rinkų veiksmingo funkcionavimo užtikrinimo įrankių – viešas ir laiku svarbios informacijos atskleidimas apie emitentą (bendrovę, kurios vertybiniais popieriais prekiaujama viešai) ir jo išleistas finansines priemones. Greitas ir teisingas informacijos visuomenei atskleidimas stiprina finansų rinkos vientisumą, o pasirinktinai ir netiksliai emitentų atskleidžiama informacija gali lemti investuotojų pasitikėjimo finansų rinkų vientisumu praradimą [2, preambulė 24]. Siekiant užtikrinti finansų rinkų skaidrumą, investuotojų lygiateisiškumą[1] [34, punktai 14–39] ir išvengti informacijos asimetrijos, ES ir Lietuvoje yra nustatyti griežti informacijos viešo atskleidimo turinio, formos, laiko ir būdo reikalavimai. Tikslios, išsamios ir laiku informacijos apie vertybinių popierių emitentus atskleidimas lemia nuolatinį investuotojų pasitikėjimo stiprinimą ir leidžia, remiantis atskleista informacija, įvertinti tikrąją finansinę emitento padėtį.

Pagrindinė prielaida asmenims investuoti, o kartu ekonomikai vystytis, – pasitikėjimas finansų rinkomis, kuris daugiausia priklauso nuo tinkamo, laiku ir sąžiningo reikšmingos informacijos investuotojams atskleidimo. Svarbus pasitikėjimas ne tik konkrečia bendrove ar konkrečios valstybės finansų rinka, bet pasitikėjimas plačiai, t. y. pasitikėjimas tam tikru regionu, pasaulio finansų rinkomis, nes šių dienų finansų rinkos yra glaudžiai susijusios ir nuosmukis vienoje rinkoje gali turėti neigiamų padarinių kitoms finansų rinkoms. Nustatyta, kad pasitikėjimas rinkos sąžiningumu stiprina rinkos likvidumą ir efektyvumą [43, p. 4]. Praradus investuotojų pasitikėjimą, o jis yra finansų rinkos tinkamo veikimo pagrindas, jo atkūrimo procesas yra ilgas ir sudėtingas. Istorija rodo, kad po 1929 m. akcijų kainų nuosmukio, kai buvo prarastas pasitikėjimas vertybinių popierių rinka ir investavimu, akcijų kainos ikikrizinį lygį pasiekė tik po dvidešimties metų [31, p. 20–34, 43].

Informacijos viešo atskleidimo mechanizmą ES nustatė galiojanti vadinamoji skaidrumo (angl. *Transparency*) direktyva [5]. Skaidrumo direktyva nustato minimalius emitento rengiamų periodinių

[1] ETT yra pažymėjęs, kad investuotojų lygiateisiškumo principas įgyvendinamas tik tada, kai kiekvienas turi galimybę prekiauti vertybiniais popieriais remdamasis ta pačia vienoda informacija.

finansinių ataskaitų skelbimo, pranešimo apie akcininkų turimus kontrolinius akcijų paketus, taip pat informacijos atskleidimo ir saugojimo reikalavimus. Investuotojams turi būti užtikrinama teisė lygiateisiškumo pagrindais susipažinti su visa reikšminga informacija, todėl emitentai, reguliariai viešai atskleisdami reikšmingą informaciją investuotojams, turi užtikrinti aukštą skaidrumo lygį. Siekiant skatinti ES finansų rinkų integraciją, visoje Bendrijoje investuotojams greitai ir nediskriminavimo pagrindais turi būti prieinama reikalinga informacija. Minėta direktyva numato, kad valstybė turi nustatyti bent vieną oficialų informacijos skelbimo ir saugojimo mechanizmą. Šis reikalavimas Lietuvoje įgyvendintas Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 18 ir 28 straipsniuose [9] ir detalizuotas Viešai neatskleistos informacijos konfidencialumo užtikrinimo ir atskleidimo taisyklėse [10]. Remiantis šių teisės aktų nuostatomis, emitentai reikšmingą informaciją visų pirma turi skelbti per reguliuojamos rinkos operatoriaus informacinę sistemą. Būtent tokiu būdu paskelbta informacija laikoma tinkamai paskelbta ir žinoma visiems investuotojams. Investuotojai Lietuvoje turi teisėtų lūkesčių visą reikšmingą informaciją gauti per biržos informacinę sistemą, todėl informacijos atskleidimas kitokiu būdu, pavyzdžiui, paskelbiant informaciją laikraštyje, nelaikomas tinkamu informacijos atskleidimu. Taip pat svarbu, kad informacijos atskleidimas per biržos informacinę sistemą užtikrina, kad su tokia informacija galės tinkamai susipažinti ir užsienio investuotojai. Kadangi finansų rinkose yra svarbus informacijos pateikimo greitis, teisės aktai nustato trumpus informacijos atskleidimo terminus, t. y. informacija apie esminį įvykį Lietuvoje turi būti paskelbta nedelsiant, bet ne vėliau kaip per 24 valandas nuo jo įvykimo, nuo sužinojimo apie jį arba nuo to momento, kai tapo aišku, kad įvykis yra esminis [10]. Informacijos skelbimo pareiga yra nustatyta emitentams, t. y. pačioms bendrovėms, kurių vertybiniais popieriais viešai prekiaujama [9, str. 18 ir 28]. Svarbu pažymėti, kad emitentai negali naudoti esminės informacijos atskleidimo mechanizmo kaip savo reklaminės veiklos sudedamosios dalies, nes tokiu būdu investuotojai gali būti klaidinami [29, p. 100]. Jeigu yra pažeidžiami informacijos viešo atskleidimo reikalavimai, priežiūros institucija emitentui gali taikyti teisinę atsakomybę. Investuotojai taip pat gali teikti ieškinius teismams dėl emitento neteisėtų veiksmų, t. y. informacijos neatskleidimo arba netinkamo atskleidimo, dėl kurio investuotojai patyrė tam tikrą žalą, tačiau Lietuvoje tokia praktika dar nėra susiformavusi.

Informacijos atskleidimas ES finansų rinkose taip pat turi vykti taip, kad nebūtų diskriminuojami skirtingų valstybių investuotojai. Viešai neatskleista informacija, kuri atitinka esminės informacijos kriterijus, turi būti vienu metu lietuvių ir anglų kalba veiksmingai paskleista viešai Lietuvoje ir visose kitose valstybėse narėse. Emitentas minėtus veiksmus gali atlikti: 1) per reguliuojamos rinkos operatorių (Lietuvoje visi emitentai naudojasi vertybinių popierių biržos *NASDAQ OMX* Vilnius administruojama informacine sistema), 2) pats (pavyzdžiui, tiesiogiai kreipdamasis į ES mastu platinamus dienraščius) arba 3) per informacijos skleidėją (pavyzdžiui, nau-

jienų agentūrą, galinčią užtikrinti tinkamą informacijos sklaidą). Informacijos skelbimo tikslas – sudaryti sąlygas su informacija operatyviai susipažinti kuo didesniam investuotojų ir kitų asmenų ratui. Tinkamas informacijos paskelbimas užtikrina finansų rinkos skaidrumą, sąžiningą prekybą ir investuotojų pasitikėjimą finansų rinkomis. Jeigu esminę informaciją paskelbia tretieji asmenys, kurie informaciją sužinojo neteisėtais ar kitokiais būdais, tai neatleidžia emitento nuo pareigos nedelsiant tinkamai atskleisti esminį įvykį.

Atsižvelgiant į tai, kad ES viešai neatskleistos informacijos viešo atskleidimo mechanizmą turi pati nustatyti kiekviena valstybė narė, skirtingose valstybėse viešai neatskleistos informacijos atskleidimo būdai yra nevienodi. Dėl šios priežasties atsiranda problemų bendrovėms, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama keliose valstybėse narėse, nes valstybės gali turėti skirtingus tinkamo informacijos atskleidimo reikalavimus, ir vienoje valstybėje tinkamai atskleista informacija kitoje valstybėje gali būti laikoma viešai neatskleista [28, p. 17–18].

Teisės aktai emitentams numato galimybę atidėti informacijos viešą paskelbimą, tačiau šia teise turi būti naudojamasi išskirtiniais atvejais ir jei yra tenkinamos trys sąlygos: [9, str. 18] 1) informacijos paskelbimo atidėjimas vyksta dėl teisėtų emitento interesų; 2) informacijos paskelbimo atidėjimas nesuklaidins investuotojų ir 3) emitentas gali tinkamai užtikrinti informacijos konfidencialumą. Jeigu bent vienas iš išvardytų kriterijų nėra užtikrinamas, emitentas privalo nedelsdamas atskleisti informaciją teisės aktų nustatyta tvarka. Galimybe naudotis viešai neatskleistos informacijos paskelbimo atidėjimu turi būti naudojamasi labai atsakingai, nes laiku ir tinkamas viešai neatskleistos informacijos paskelbimas yra pagrindinė priemonė, užkertanti kelią pasinaudoti viešai neatskleista informacija.

XXI a. naujienų sklaida apie viešai biržose vertybiniais popieriais prekiaujamas bendroves yra labai greita ir apima visą pasaulį. Tačiau šiuolaikinė komunikacija leidžia finansų rinkų profesionalams ir privatiems investuotojams ne tik turėti vienodas galimybes greitai susipažinti su finansų rinkose skleidžiama informacija, bet ir palengvina neteisingos ar klaidinančios informacijos skleidimo riziką [2, preambulė 25]. Taip pat padidėja pasinaudojimo viešai neatskleista informacija ir jos neteisėto perdavimo kitiems asmenims rizika, nes viešai neatskleista informacija turi ekonominę vertę, todėl gali būti parduodama ir perkama mokant už ją didelę kainą [23, p. 452–456]. Kuo daugiau rinkos dalyvių sužino naują informaciją ir ja remdamiesi priima investicinius sprendimus, tuo greičiau informacija praranda savo vertę, nes ji yra inkorporuojama į naujai susiformavusią akcijos rinkos kainą. Tačiau tokia situacija pažeidžia investuotojų lygiateisiškumą, nes investuotojai, kurie reikšmingą informaciją sužinojo anksčiau, priimdami investicinius sprendimus turi pranašumą, palyginti su asmenimis, kurie neturi tokios informacijos. Remiantis lygios prieigos prie informacijos teorija (angl. *Equal access theory*) – privalomi informacijos atskleidimo reikalavimai mažina informacijos asimetriją tarp viešai neatskleistą informaciją žinančių ir jos nežinančių asmenų [12, p. 176–178].

Kita svarbi viešai neatskleistos informacijos atskleidimo reikalavimo priežastis – gandų apie emitentą ar jo finansines priemones skleidimas. Gandų skleidimas gali sukelti ypač neigiamų padarinių pačiam emitentui, investuotojams ar net visai finansinių priemonių rinkai, jeigu, pavyzdžiui, gandai yra skleidžiami apie stambų komercinį banką. Gandų skleidimas taip pat sumažina pasitikėjimą finansinių priemonių rinka. Šis teiginys teisingas ir tada, kai gandai remiasi tikra informacija, t. y. kai yra viešai neatskleistos informacijos nutekėjimas. Atsižvelgiant į tai, gandai finansų rinkoje gali būti dvejopi: gandai, kurie remiasi tikrais faktais, ir gandai, kurie remiasi tikrovės neatitinkančia arba klaidinančia informacija [26, p. 24–26]. Kadangi emitentui ne visada yra paprasta nustatyti, ar tam tikrą informaciją būtina viešai skelbti, t. y. ar ji atitinka esminio įvykio kriterijus, dažnai pasitaiko atvejų, kai prieš reikšmingos informacijos viešą paskelbimą rinkoje atsiranda gandų, kurie tam tikrais atvejais sukelia staigius akcijų kainos pokyčius. Klaidingi gandai gali būti kvalifikuojami kaip manipuliavimas informacija, o teisingi gandai – kaip viešai neatskleistos informacijos neteisėtas atskleidimas tretiesiems asmenims. Teisės aktuose nenumatyta tikslaus gandų skleidimo problemos sprendimo būdo, todėl valstybės šią sritį reglamentuoja skirtingai ir bendrovėms nustatomi nevienodi reikalavimai [27, p. 2–3]. Tačiau ES sutariama: jeigu pasirodžiusi informacija atitinka tikrovę, emitentas privalo reaguoti tinkamai atskleisdamas viešai neatskleistą informaciją ir taip užkirsdamas kelią informacijos asimetrijai finansų rinkoje, nes skleidžiami gandai gali reikšti konfidencialios informacijos nutekėjimą. Kita vertus, jeigu skleidžiama tikrovės neatitinkanti informacija, emitentui nėra nustatyta griežta pareiga ją paneigti [41, p. 65]. Būtų logiška daryti išvadą, kad emitentui neturėtų būti uždedama papildoma administracinė našta reaguoti į visus finansų rinkose skleidžiamus gandus, nebent: 1) gandai yra teisingi ir atsiranda pagrįstas įtarimas dėl informacijos nutekėjimo arba 2) gandai turi reikšmingą įtaką vertybinių popierių kainai. Lietuvos teisės aktuose nustatyta, jei tretieji asmenys išplatina nepatvirtintą informaciją, galinčią turėti didelę įtaką emitento finansinių priemonių kainai, emitentas, žinantis, kad bent dalis šios informacijos yra teisinga, turėtų atskleisti šią informaciją teisės aktų nustatyta tvarka. Jei tretieji asmenys išplatina nepatvirtintą informaciją, emitentas, žinantis, kad ši informacija neturi faktinio pagrindo arba yra neteisinga, tokios informacijos komentuoti neprivalo [10]. Manytina, kad toks reglamentavimas gali būti nepakankamas siekiant užtikrinti informacijos skaidrumą ir stabilumą finansinių priemonių rinkoje, nes tam tikrais atvejais skleidžiama tikrovės neatitinkanti informacija gali turėti ypač didelį neigiamą poveikį vertybinių popierių kainai ir pačiam emitentui. Kita vertus, teisės aktai priežiūros institucijai suteikia teisę pareikalauti patvirtinti arba paneigti skleidžiamą informaciją [10]. Tačiau šiai priemonei reikia aktyvių priežiūros institucijos veiksmų, ir šis procesas gali ilgai užtrukti, nes priežiūros institucijai nėra visais atvejais žinoma, ar skleidžiama informacija atitinka tikrovę. Todėl paties emitento tinkamas reagavimas geriau pasiektų informacijos skaidrumui keliamus tikslus.

Kai kurie teisės ir ekonomikos mokslų sričių atstovai kritikuoja privalomą infor-

macijos atskleidimo reikalavimą, teigdami, kad toks reguliavimas mažina rinkos efektyvumą. Teigiama, kad esant privalomam informacijos atskleidimo reikalavimui, rinkos dalyviai, kurie investuoja į informacijos paiešką ir analizę, negali turėti visos naudos iš savo atliekamų analizių. Kitas argumentas prieš privalomą informacijos atskleidimą – bendrovės atskleidžiama konfidencialia informacija gali naudotis konkurentai. Galiausiai, informacijos atskleidimo išlaidas apmoka akcininkai, todėl atitinkamai mažėja akcininkų pelnas. Kitas argumentas, kuris dažnai naudojamas mokslinėje literatūroje, – viešai neatskleistą informaciją žinančių asmenų prekyboje gerai atsispindi minėta informacija, todėl akcijų kaina pradeda atspindėti tikrąją bendrovės akcijų vertę [12, p. 179–180]. Patį įtakingiausią tyrimą šioje srityje atliko profesorius Benston, kuris palygino bendrovių akcijų grąžą kelis mėnesius po 1934 m. JAV vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo (angl. *Securities and Exchange Act*) priėmimo [12, p. 182]. Benston nenustatė jokio reikšmingo poveikio bendrovių akcijų kainai po minėto reguliavimo įsigaliojimo, todėl padarė išvadą, kad privalomi informacijos atskleidimo reikalavimai investuotojams neatnešė jokios naudos [15, p. 132–155]. Privalomo informacijos atskleidimo reikalavimo priešininkai kaip vieną iš alternatyvų pateikia pasiūlymą įtvirtinti savanorišką informacijos atskleidimą. Minėtas pasiūlymas yra kritikuojamas, nes šio pasiūlymo veiksmingo įgyvendinimo prielaida – didelis sąmoningumas ir ilgalaikių tikslų siekimas, tačiau finansinių priemonių rinkų istorija dažnai rodė priešingas tendencijas [12, p. 183–185].

Išanalizavus įvairias nuomones apie informacijos viešo atskleidimo reikalavimo pagrįstumą finansų rinkose, darytina išvada, kad šis reikalavimas yra būtinas, nes, nors ir turi tam tikrų trūkumų, būtent šis mechanizmas labiausiai užtikrina informacijos skaidrumą ir investuotojų lygias teises su ja susipažinti bei priimti pagrįstus investicinius sprendimus. Informacijos atskleidimo mechanizmo tobulinimas ir efektyvaus funkcionavimo užtikrinimas turėtų būti siektinas tikslas tiek teisės aktų leidėjams, tiek finansų rinkų priežiūros institucijoms, nes tik taip galima išvengti informacijos asimetrijos.

Viešai neatskleista informacija

Viešai neatskleistos informacijos apibrėžimas yra pakankamai sudėtingas, todėl draudimas naudotis šia informacija yra sunkiai taikomas praktiškai, nes minėto apibrėžimo elementai yra netiksliai suformuoti ir abstraktūs. Atsižvelgiant į tai reikia detalesnės viešai neatskleistos informacijos apibrėžimo analizės [28, p. 10].

Sąvoka „viešai neatskleista informacija“ (angl. *inside information*) mokslinėje literatūroje ir pasaulio teisės aktuose turi nemažai apibrėžimų. ES teisėje pateikiamas toks viešai neatskleistos informacijos apibrėžimas – *tai bet kuri tiksli informacija, kuri nebuvo viešai paskelbta ir kuri yra tiesiogiai arba netiesiogiai susijusi su vienu ar daugiau finansinių priemonių emitentų arba su viena ar daugiau finansinių priemonių* [2, preambulė 16]. ES ir Lietuvos teisės aktai viešai neatskleistą informaciją apibrėžia taip – *tai tiesiogiai ar netiesiogiai su vienu ar keliais emitentais ar finansinėmis priemonėmis susijusi tikslaus pobūdžio informacija apie planuojamus ar įvykusius esminius įvykius*

ir kita informacija, kurios atskleidimas gali turėti didelės įtakos šių finansinių priemonių ar su jomis susietų išvestinių priemonių kainai, jeigu ši informacija nėra viešai atskleista [8, str. 3]. Taigi galima išskirti tokius viešai neatskleistos informacijos sąvokos elementus: 1) tai tikslaus pobūdžio informacija; 2) susijusi su bendrove ar jos finansinėmis priemonėmis; 3) apie įvykusius faktus ar būsimus įvykius ir 4) informacijos atskleidimas gali turėti reikšmingą įtaką finansinių priemonių kainai.

Taikant šį apibrėžimą, gali kilti neaiškumų jau dėl pagrindinio šio apibrėžimo elemento – informacijos. Dažnai sunku atskirti, ar tam tikri duomenys yra informacija, gandai ar prognozės. Be to, asmuo gali viešai neatskleistą informaciją gauti atsitiktinai ir būti įsitikinęs, kad ši informacija yra tik gandai. Be to, teisės aktai [3] patvirtina, kad Europos teisės aktų leidėjo tikslas buvo į viešai neatskleistos informacijos apibrėžimą įtraukti ne tik faktais paremtą informaciją, bet ir pagrįstai galinčius įvykti įvykius [28, p. 14–15]. Tai ypač apsunkina vertinimą, kokia informacija laikoma viešai neatskleista informacija pagal nagrinėjamus teisės aktus, nes ateities įvykių tikimybė ir jų galima reikšmė finansinių priemonių kainai yra sunkiai nustatoma.

Viešai neatskleistos informacijos sąvoka taip pat neatsiejamai susijusi su draudžiamo elgesio apibrėžimu – pasinaudojimu viešai neatskleista informacija. Bendruoju požiūriu pasinaudojimą viešai neatskleista informacija būtų galima apibrėžti taip – tai ekonominio elgesio forma, kai viešai neatskleistą informaciją žinantys asmenys patys sudarydami sandorius arba atskleisdami konfidencialią informaciją tretiesiems asmenims siekia gauti naudos iš jiems žinomos viešai neatskleistos informacijos [12, p. 4]. Pasinaudojimą viešai neatskleista informacija taip pat būtų galima apibrėžti per informacijos skaidrumo reikalavimo pažeidimą – tai prekyba vertybiniais popieriais esant informacijos asimetrijai ir investuotojų nelygiateisiškumui. Pasinaudojimą viešai neatskleista informacija taip pat galima apibūdinti kaip privilegijuotojo pozicijoje esančio asmens nesąžiningą informacijos panaudojimą.

Tam, kad būtų užtikrintas viešai neatskleistos informacijos apibrėžimo teisinis aiškumas, teisės aktuose buvo patikslintas dviejų pagrindinių viešai neatskleistos informacijos sudėties elementų, t. y. šios informacijos tikslumo ir galimo jos poveikio akcijų kainai, apibrėžimai. Informacija turi būti laikoma tikslia, jeigu ji nurodo aplinkybes, kurios egzistuoja arba pagrįstai gali atsirasti, arba įvykį, kuris įvyko arba pagrįstai gali įvykti, ir jeigu ji pakankamai konkreti, kad būtų galima padaryti išvadą dėl galimos tų aplinkybių ar įvykio įtakos finansinių priemonių ar susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai[2]. Informacija, galinti reikšmingai paveikti tų finansinių priemonių kainą, yra tokia informacija, kuria protingas investuotojas greičiausiai pasinaudotų iš dalies pagrįsdamas savo investicinius sprendimus [3].

Europos vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijų komitetas (angl. *Com-*

[2] Remiantis Piktnaudžiavimo rinka direktyvos 2003/6/EB tikslu, šis galėjimas reikšmingai paveikti akcijų kainą *a priori* turi būti vertinamas atsižvelgiant į nagrinėjamos informacijos turinį ir jos kontekstą. Todėl, siekiant nustatyti, ar informacija yra viešai neatskleista, nebūtina išnagrinėti, ar jos paskelbimas iš tiesų turėjo reikšmingą poveikį su ja susijusių finansinių priemonių kainai.

mittee of European Securities Regulators, CESR (nuo 2012 m. ESMA)) viešai neatskleistą informaciją apibrėžia paga; keturis kriterijus: [40] 1) tai tikslaus pobūdžio; 2) viešai neatskleista; 3) tiesiogiai / netiesiogiai susijusi su emitentu ar finansinėmis jo priemonėmis ir 4) tokia informacija, kurios atskleidimas turėtų reikšmingą įtaką finansinių priemonių kainai. Anot CESR, gana tiksli informacija yra tokia, kuri leistų protingam investuotojui priimti investicinį sprendimą be rizikos arba su labai maža finansine rizika, nes investuotojas gali įvertinti, kokį poveikį vertybinių popierių kainai turės informacija po jos viešo paskelbimo. Tikslia informacija taip pat laikomi duomenys, kuriais neabejotinai bus pasinaudota informacijai patekus į finansų rinką. CESR paaiškina, kad įtaka finansinių priemonių kainai neturi būti suprantama tik tiesiogiai. Įtaką kainai galinti turėti informacija yra tokia, kurią protingas investuotojas pasinaudotų ir ja remdamasis priimtų tam tikrą investicinį sprendimą. Kertinis aspektas šiuo atveju yra aplinkybė, ar investuotojai turi realią galimybę atsižvelgti į šią informaciją priimdami investicinius sprendimus.

Galima pateikti nemažai viešai neatskleistos informacijos, kuri teisės aktų nustatyta tvarka privalo būti skelbiama viešai, pavyzdžiu: sprendimas mokėti dividendus, sprendimas keisti emitento valdymo organų narius, kreiptis į teismą dėl bankroto bylos emitentui iškėlimo, naujo prekės ženklo registravimas, reikšmingų sutarčių sudarymas, išskirtiniai verslo sandoriai, bendrovės sprendimas steigti filialą ar dukterinę įmonę, sprendimas supirkti savo akcijas, sprendimas dėl įmonių susijungimo, sprendimas keisti bendrovės audito įmonę, stambių emitento akcininkų pasikeitimas, valdžios institucijų sprendimas pripažinti emitentą nemokiu ar panaikinti pagrindinės veiklos licenciją ir kiti atvejai [10]. Minėtas sąrašas nėra baigtinis ir, atsižvelgiant į nuolatinę ir dinamišką verslo ir finansų rinkų plėtrą, nustatyti baigtinį sąrašą būtų netikslinga, todėl labai svarbūs yra bendrieji viešai neatskleistos informacijos kriterijai, kurie kiekvienu konkrečiu atveju padeda nustatyti informacijos pobūdį ir reikšmingumą vertybinių popierių kainai.

Įdomu pabrėžti, kad priežiūros institucijos taip pat nesutaria dėl tikslaus termino „viešai neatskleista informacija“ apimties [16, p. 32]. Valstybės taiko skirtingus metodus nustatydamos informacijos pobūdį ir reikšmę, tačiau jeigu tam tikras įvykis dar nėra įvykęs, informacija dažnai nepripažįstama atitinkanti viešai neatskleistos informacijos kriterijų. Tačiau Didžiojoje Britanijoje laikomasi nuomonės, kad galima pasinaudoti viešai neatskleista informacija dar prieš tai, kol informacija tampa viešai neatskleista pagal jai taikomus kriterijus. Tokie atvejai yra labai sudėtingi, nes kol informacija nėra materiali, sudėtinga nustatyti informacijos tikslumo ir reikšmingumo laipsnį. Didžiosios Britanijos finansų rinkų priežiūros institucijos vertinimu, veiksmai, kurie atliekami remiantis tam tikra informacija, kuri gali tapti „viešai neatskleista informacija“, nėra priimtini netgi tada, kai veiksmų atlikimo momentu nėra iki galo aišku, ar ši informacija atitiks viešai neatskleistai informacijai taikomus kriterijus [26, p. 16–17]. Pavyzdžiui, aplinkybė, kad įmonių susiliejimas galiausiai neįvyko, nereiškia, kad derybų proceso faktas nebuvo laikomas tikslaus pobūdžio informacija,

kuria draudžiama naudotis. Informacija turi būti tokio pobūdžio, kad protingas investuotojas ja remdamasis galėtų priimti pagrįstą investicinį sprendimą. Informacija gali būti laikoma tikslaus pobūdžio netgi tada, jeigu ji susijusi su keliomis galimomis alternatyvomis [21, p. 10].

Valdyti informacijos konfidencialumą būna gana sudėtinga vykstant bendrovių, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama viešai, susijungimams ir skaidymams, nes šie procesai yra ilgi, sudėtingi ir reikia įsitraukti įvairių sričių specialistams. Lietuvos finansų rinkos priežiūros institucijos nuomone, kadangi šie procesai dažniausiai vyksta etapais, gali būti gana sudėtinga išlaikyti konfidencialumą viso proceso metu, todėl rekomenduojama atskleisti reikšmingą informaciją apie kiekvieną proceso etapą, jeigu tai neturės nepagrįsto neigiamo ar teigiamo poveikio emitentui, jo finansinėms priemonėms, finansinių priemonių rinkai ar planuojamam / vykdomam projektui / sandoriui. Informaciją rekomenduojama tinkamai atskleisti tada, kai jau žinoma, kad etapas sėkmingai baigiamas ir, pavyzdžiui, pasirašoma sutartis, kai į procesą įsitraukia kitos kompetentingos institucijos ir toliau konfidencialiai valdyti informaciją bus sudėtinga. Kol nėra aišku, ar procesas bus baigtas sėkmingai ir kokia bus tolesnė jo eiga, rekomenduojama informaciją valdyti konfidencialiai ir neklaidinti investuotojų [10]. Šį požiūrį palaiko ir ETT generalinis advokatas, teigdamas, kad, kalbant apie tai, ar informacija turi būti atskleista, svarbi yra ne chronologinė informacijos padėtis vykstant procesui, per kurį įvyksta įvykis, bet svarbus jos tikslumas ir faktas, kad nepaskelbta ji galėtų daryti didelę įtaką rinkos kainoms. Iš tiesų reikia nuspręsti, kad rinkos dalyvio išleistų finansinių priemonių vertei gali daryti įtaką ne tik vienas veiksnys, bet ir keli faktai, išsidėstę chronologine tvarka [38, punktai 38–39].

Teorijoje skiriamos dvi asmenų grupės, galinčios disponuoti viešai neatskleista informacija: pirminiai insaideriai (angl. *primary insiders)* ir antriniai insaideriai (angl. *secondary insiders)*[3]. Toks skirstymas yra reikšmingas nustatant asmens atsakomybę ir jos ribas, taip pat vykdant draudimo naudotis viešai neatskleista informacija tyrimus. Insaiderio apibrėžimas yra labai svarbus draudimui naudotis viešai neatskleista informacija, nes šis apibrėžimas paaiškina, kokiems asmenims yra taikomas minėtas draudimas. Šis klausimas kur kas sudėtingesnis, negu gali pasirodyti iš pradžių, nes skirtingos pasaulio valstybės nustato nevienodus reikalavimus. Kai kurios valstybės insaideriais mano esant visus asmenis, kurie sužino viešai neatskleistą informaciją, nepaisant minėtos informacijos gavimo būdo (pavyzdžiui, Danija, Ispanija); kitos valstybės daro reikšmingą skirtumą tarp pirminių ir antrinių insaiderių [11, p. 37]. Pirmoji asmenų grupė informaciją gauna iš pirminių šaltinių, supranta jos svarbą, reikšmę ir padarinius, galinčius atsirasti sudarant sandorius remiantis šia informacija. Atsižvelgiant į tai, tokiems asmenims dažniausiai taikoma griežtesnė atsakomybė nei antriniams insaideriams [28, p. 108]. Pirminių insaiderių atsakomybė yra kur kas griežtesnė. Yra prezumpcija, kurią pri-

[3] JAV vartojamas terminas nuolatiniai (angl. *permanant*) insaideriai, t. y. emitento darbuotojai, ir laikinieji (angl. *temporary*) insaideriai: teisininkai, auditoriai, žurnalistai, kurie gali laikinai susipažinti su viešai neatskleista informacija.

pažįsta ir IOSCO, kad pirminiai insaideriai visada žino bendrovės viešai neatskleistą informaciją, todėl šie asmenys privalo susilaikyti nuo sandorių sudarymo, kai bendrovėje yra viešai neatskleista informacija [42, p. 8]. Pirminiais insaideriais dažniausiai laikomi bendrovės valdymo ir priežiūros organų nariai, taip pat kai kurie administracijos darbuotojai. Turinčiais tiesioginę prieigą prie viešai neatskleistos informacijos gali būti laikomi ir kiti asmenys: samdomi teisininkai, patarėjai finansų klausimais, buhalteriai, IT specialistai ir kiti, kurie turi priėjimą prie viešai neatskleistos informacijos tik tam tikrą apibrėžtą laiką [10]. Kas patenka į šį sąrašą, priklauso nuo konkrečios valstybės teisinio reglamentavimo. Kai kuriose valstybėse pirminiais insaideriais laikomi ir priežiūros institucijų darbuotojai (Kinijoje); kredito institucijos darbuotojai (Vengrijoje); centrinio depozitoriumo atstovai (Suomijoje) [42, p. 7]. Savo ruožtu antriniais insaideriais laikomi asmenys, kuriems viešai neatskleista informacija tapo žinoma iš kitų šaltinių, t. y. nebūtinai pirminių insaiderių. Antriniais insaideriai gali tapti bet kokie fiziniai arba juridiniai asmenys, kuriems tapo žinoma viešai neatskleista informacija, taigi subjektas gali būti nesusijęs su finansų rinka – tai svarbiausias šių asmenų skirtumas nuo pirminių insaiderių. Atsižvelgiant į informacijos įgijimo šaltinį, antriniams insaideriams informacija gali tapti žinoma dviem būdais: 1) sužinant ją iš asmens, disponuojančio viešai neatskleista informacija; 2) sužinant ją kitais, atsitiktiniais būdais, pavyzdžiui, išgirdus pokalbį, atsitiktinai radus konfidencialius dokumentus, nusikalstamu būdu ir kt. [42, p. 8–9]. Piktnaudžiavimo rinka direktyvoje 2003/6/EB viešai neatskleistą informaciją žinantys asmenys taip pat skirstomi į pirminius ir antrinius insaiderius, tačiau šie terminai nevartojami. Iš minėtos direktyvos taip pat akivaizdu, jog, nagrinėjant antrinių insaiderių atsakomybę, būtina įrodyti, jog minėti asmenys žinojo, kad informacija yra viešai neatskleista, arba, atsižvelgiant į aplinkybes, turėjo apie tai žinoti. Šis reikalavimas nėra taikomas pirminiams insaideriams [28, p. 20–23]. Kai kurie autoriai siūlo panaikinti insaiderių skirstymą į pirminius ir antrinius [11, p. 44]. Darbo autorės nuomone, toks skirstymas yra pagrįstas, nes priklausomai nuo asmens padėties skiriasi jo turima viešai neatskleista informacija, jos apimtis ir tikslumas, taip pat supratimas apie galimą neteisėtą naudą ir šią sritį reglamentuojančius įstatymus.

Kitas viešai neatskleistą informaciją žinančių asmenų skirstymas – fiziniai ir juridiniai asmenys. Pasaulyje susiklostė skirtinga praktika: vienose valstybėse tiek fiziniai, tiek juridiniai asmenys gali būti pasinaudojimo viešai neatskleista informacija atsakomybės subjektais, kitur – atsakomybė kyla tik fiziniams asmenims. Kai kurių autorių nuomone, atsakomybės nustatymas tik fiziniams asmenims nėra pagrįstas, nes juridiniams asmenims keliami aukšti konfidencialios informacijos saugojimo standartai ir atsakomybės nustatymas lemtų geresnį šių standartų laikymąsi [42, p. 17–18]. Pažymėtina, kad Lietuvoje atsakomybės už pasinaudojimą viešai neatskleista informacija subjektais gali būti ir fiziniai, ir juridiniai asmenys. Minėtiems asmenims gali būti taikoma administracinė atsakomybė (fiziniams asmenims pagal ATPK 173(5) str. 4 ir 5 d.)), ekonominės sankcijos

(juridiniams asmenims pagal Finansinių priemonių rinkų įstatymo 93 str.) ir netgi baudžiamoji atsakomybė (fiziniams ir juridiniams asmenims pagal BK 217 str.). ES teisė draudimą naudotis viešai neatskleista informacija taip pat nustato tiek fiziniams, tiek juridiniams asmenims [2, 1 str.], tačiau priklausomai nuo subjekto statuso, žinių ir patirties skiriasi lūkesčiai dėl subjekto elgesio. Pavyzdžiui, smulkiems investuotojams taikomi kitokie standartai negu profesionaliems finansų rinkos dalyviams [29, p. 96]. Akivaizdu, kad profesionaliam rinkos dalyviui taikomi gerokai aukštesni finansų rinkos skaidrumą užtikrinantys standartai. Ši išvada yra pagrįsta atsižvelgiant tiek į profesionalaus rinkos dalyvio žinias, tiek į reikšmingus neteisėtų veiksmų galimus neigiamus padarinius, palyginti su smulkaus investuotojo neteisėta veikla.

Išanalizavus viešai neatskleistos informacijos apibrėžimą, darytina išvada, kad minėtas apibrėžimas yra gana sudėtingas, turi nemažai kriterijų, todėl kiekvienu atveju informacija turi būti analizuojama atsižvelgiant į viešai neatskleistos informacijos tikslą, taip pat į tai, ar konkreti informacija pagrįstai gali būti vertinama kaip reikšminga atsižvelgiant į investuotojų sprendimų priėmimą ir galimą įtaką akcijų kainai. Nepaisant abstraktaus viešai neatskleistos informacijos apibrėžimo pobūdžio, teisės aktuose nustatyti pakankamai detalūs šios informacijos vertinimo kriterijai, kurie leidžia nustatyti, ar tam tikra informacija laikoma viešai neatskleista informacija pagal finansų rinkas reglamentuojančius teisės aktus. Galima išskirti dvi informacijos rūšis: 1) informaciją apie įvykusius įvykius ir 2) informaciją apie galimus įvykius. Informaciją apie įvykusius įvykius dažniausiai nesunku įvertinti pagal teisės aktų nustatytus kriterijus. Praktinis informacijai apie ateities įvykius taikomų kriterijų naudojimas dažnai kelia problemų, nes turi būti vertinami ne įvykę faktai, o ateities įvykių hipotetinė reikšmė ir jų galima įtaka vertybinių popierių kainai.

Draudimas naudotis viešai neatskleista informacija

Draudimas naudotis viešai neatskleista informacija (angl. *insider trading*) nustatytas daugelyje pasaulio valstybių, tačiau pirmą kartą šis draudimas buvo kriminalizuotas JAV 1934 m. Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatyme po 1929 m. finansų rinkų žlugimo [17, p. 4]. Tačiau remiantis JAV valstijos teise už pasinaudojimą viešai neatskleista informacija asmuo pirmą kartą buvo nubaustas dar 1903 metais [25, p. 5]. Nors 1989 m. Europoje buvo priimta pirmoji pasinaudojimą viešai neatskleista informacija draudžianti direktyva, tačiau XX a. paskutinio dešimtmečio pradžioje pasinaudojimas viešai neatskleista informacija daugelyje Europos valstybių nebuvo vertinamas kaip neteisėta veikla, tai buvo įprasti veiksmai prekybos vertybiniais popieriais srityje [11, p. 1]. Prancūzijoje viešai neatskleistą informaciją reglamentuojančių teisės aktų nebuvo iki pat 1967 m., kai buvo priimtos nuostatos dėl visiško informacijos atskleidimo, o pats draudimas naudotis viešai neatskleista informacija atsirado 1970 m. [19, p. 153]. Didžiojoje Britanijoje draudimas naudotis viešai neatskleista informacija atsirado 1980 metais. Minėto draudimo įgyvendinimo praktika nebuvo visiškai sėkminga iš esmės dėl to,

kad draudimas naudotis viešai neatskleista informacija iš pradžių buvo numatytas tik baudžiamajame įstatyme. Šiandien kiekviena išsivysčiusi valstybė savo teisės aktuose nustato draudimą naudotis viešai neatskleista informacija. Šis draudimas įtvirtintas ir Lietuvos teisėje. Nustatyta, kad išsivysčiusios valstybės efektyviau taiko minėtus teisės aktus; išsivysčiusiose valstybėse efektyvus minėtų teisės aktų taikymas siekia 82 proc., augančiose ekonomikose – tik 25 proc. [14, p. 75–108]. Draudimo naudotis viešai neatskleista informacija tikslas – apsaugoti finansų rinkų vientisumą ir sustiprinti investuotojų pasitikėjimą ja. Finansų rinkų dalyviai turi būti vienodai vertinami ir saugomi nuo neteisėto viešai neatskleistos informacijos panaudojimo, t. y. visi investuotojai turi turėti lygias galimybes prekiauti vertybinių popierių rinkoje. Praėjusio dešimtmečio tyrimai rodo, kad prieš svarbios informacijos paskelbimą vykdavo reikšmingi kainų judėjimai, o tai yra svarbi indikacija dėl prekybos vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija, todėl minėti neteisėti veiksmai išlieka didele finansų rinkų problema [13, p. 16–17].

Bendrovės vadovai, darbuotojai, samdomi specialistai ir kiti asmenys dažnai disponuoja informacija, kuri dar nėra viešai atskleista ir yra vertinga investiciniam sprendimui priimti, nes paskelbta informacija gali pakeisti investuotojų požiūrį į bendrovės vertybinius popierius ir pačios bendrovės vertę, todėl gali lemti akcijų kainos kilimą arba kritimą. Todėl pagrindinis viešai neatskleistą informaciją žinančių asmenų prekybos tikslas – gauti pelno iš akcijų kainos pokyčių arba išvengti nuostolių po viešo informacijos paskelbimo. Minėti asmenys dažnai pasinaudoja kitų asmenų pagalba, t. y. siekdami išvengti teisinės atsakomybės vykdo prekybą trečiųjų asmenų sąskaita.

Draudimas naudotis viešai neatskleista informacija iki šiol yra viena iš labiausiai diskutuojamų temų vertybinių popierių teisės literatūroje. Nors daugumos valstybių teisės aktai nustato draudimą naudotis viešai neatskleista informacija, ekonomikos, teisės ir etikos sričių specialistai iki šiol nagrinėja šių veiksmų esmę ir potencialų neteisėtą pobūdį [28, p. xv]. Visiškai siekiama išvengti to, kad asmuo, žinantis viešai neatskleistą informaciją ir esantis palankesnėje padėtyje nei kiti jos nežinantys rinkos dalyviai, gautų naudos iš ekonominių sandorių, sudarytų naudojantis aptariama informacija, ir nepatirdamas tokios rizikos, kokią patiria kiti potencialūs investuotojai [38, punktas 90]. Piktnaudžiavimo rinka direktyvoje 2003/6/EB pateikiamas šis apibrėžimas – *pasinaudojimas viešai neatskleista informacija gali apimti tokius atvejus, kai asmuo, kuris žino, ar turėtų žinoti, kad gauta informacija yra viešai neatskleista informacija, įsigyja arba parduoda finansines priemones [2, preambulė 18]*. Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija mokslinėje literatūroje taip pat apibrėžiamas taip – *tai veiksmai asmenų, kurie po to, kai gauna su bendrovės vertybiniais popieriais susijusią viešai neatskleistą informaciją, minėtos informacijos pagrindu sudaro sandorius dėl vertybinių popierių, ir informacijai tapus vieša – gauna pelną arba išvengia nuostolių. Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija vertinamas kaip nesąžiningas elgesys* [19, p. 151–152].

Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija yra grindžiamas šios informacijos materialiu egzistavimu. Todėl viešai neatskleista informacija galima pasinaudoti tik tais atvejais, kai subjektui tokia informacija yra žinoma. Viešai neatskleista informacija turi egzistuoti iki pasinaudojimo ja, ji turi atsirasti anksčiau, nei atsirado tiek moralinis pasinaudojimo šia informacija aspektas, t. y. ketinimas arba sprendimas pasinaudoti informacija, tiek materialusis aspektas, t. y. šio ketinimo arba sprendimo įgyvendinimas [36, punktai 39, 51]. Dėl savo neviešumo, tikslumo ir galėjimo reikšmingai paveikti atitinkamų finansinių priemonių kainą viešai neatskleista informacija suteikia ją žinančiam asmeniui pranašumą, palyginti su visais kitais rinkos dalyviais, kurie šios informacijos neturi. Taigi esminis prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, požymis yra tas, kad kitų investuotojų sąskaita yra nepagrįstai įgyjamas pranašumas ir dėl to pažeidžiamas finansų rinkų vientisumas ir sąžiningumas [35, punktai 33–37].

ES ir Lietuvos teisės aktuose taip pat nustatytas draudimas naudotis viešai neatskleista informacija. Finansinių priemonių rinkų įstatymo 62 straipsnyje [8] numatytas draudimas naudotis viešai neatskleista informacija prekiaujant finansinėmis priemonėmis, t. y. remiantis šia informacija draudžiama: 1) bandyti sudaryti ar sudaryti sandorius; 2) perduoti šią informaciją kitam asmeniui; 3) skatinti, siūlyti ar rekomenduoti sudaryti sandorius dėl finansinių priemonių, su kuriomis ta informacija yra susijusi. Draudimai taip pat taikomi kiekvienam viešai neatskleistą informaciją turinčiam asmeniui, kuris žino ar turi žinoti, kad informacija nėra viešai atskleista. Įdomu pažymėti, kad Piktnaudžiavimo rinka direktyvoje 2003/6/EB nustatyta, kadangi prieš įsigydamas ar parduodamas finansines priemones asmuo, kuris atlieka vieną ar kitą iš šių operacijų, būtinai pirmiausia priima sprendimą įsigyti ar parduoti, toks įsigijimas ar pardavimas savaime nereiškia, kad vyksta prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija [2, preambulė 30]. Tačiau ETT generalinė advokatė *Kokott* yra pažymėjusi, kad veikdamas, kai žino viešai neatskleistą informaciją, asmuo negali jos visiškai pamiršti: ši informacija veikiau turi įtakos jo sprendimui pirkti arba parduoti. Todėl paprastai be jokių papildomų sąlygų turėtų būti daroma prielaida dėl viešai neatskleistos informacijos panaudojimo [37, punktai 54–60, 70]. Taigi taikoma prezumpcija, jeigu asmuo žino viešai neatskleistą informaciją ir sudaro sandorius dėl tam tikrų vertybinių popierių, laikoma, kad jis pasinaudojo viešai neatskleista informacija.

Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija pasireiškimo formos įtvirtintos priežiūros institucijos nutarime [10]. Pasinaudojimą viešai neatskleista informacija galima nustatyti pagal tokius požymius: 1) kliento pateiktas pavedimas arba investavimo elgsena reikšmingai skiriasi nuo ankstesnės jo elgsenos; 2) suaktyvėjusi prekyba finansinėmis priemonėmis prieš skelbiant su bendrove susijusią esminę informaciją, kuri gali tiesiogiai paveikti finansinių priemonių kainą, kai informacijos skelbimo data nebuvo iš anksto žinoma; 3) klientas atidaro sąskaitą ir nedelsdamas teikia pavedimą sudaryti išskirtinį sandorį arba – nuolatinio kliento – teikiamas neįprastai didelis ar pagal kitus kriterijus neįprastas pavedimas

dėl tam tikrų finansinių priemonių, ypač jei asmuo reikalauja, kad pavedimas būtų įvykdytas labai skubiai, ir kiti požymiai. Stiprus įtarimas dėl galimo pasinaudojimo viešai neatskleista informacija dažniausiai turėtų kilti tais atvejais, kai asmuo elgiasi neįprastai ir skubiai.

Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija – sudėtingai įrodomas pažeidimas [28, p. 107], nes vertybinių popierių pirkimas ar pardavimas savaime yra teisėta veikla ir tik pats investuotojas žino, kokios paskatos ar kokia informacija nulėmė priimtą investicinį sprendimą. Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija bylose dažniausiai nepavyksta surinkti tiesioginius įrodymus, todėl paprastai kaltinimas yra formuojamas remiantis netiesioginiais įrodymais ir nėra pakankamai tvirtas. Tokiose bylose didelę reikšmę turi visi galimi įrodymai: susijusių asmenų susitikimai; susitikimų laikas ir dažnumas; telefono skambučių laikas, pavyzdžiui, viešai neatskleistą informaciją žinančio asmens skambutis asmeniui, kuris iškart po skambučio sudaro pelningą sandorį; asmenų tarpusavio santykiai; ankstesnė asmens prekybos istorija – visos aplinkybės gali būti reikšmingos formuojant kaltinimą pagal netiesioginius įrodymus, svarbiausia turi būti tenkinamas įrodymų pakankamumo reikalavimas. Todėl labai svarbu, kad už draudimo naudotis viešai neatskleista informacija pažeidimą būtų įtvirtinta ne tik baudžiamoji atsakomybė, bet ir administracinė, kurioje taikomi mažesni įrodinėjimo standartai.

Iki šiol vyksta diskusija dėl draudimo naudotis viešai neatskleista informacija įtvirtinimo teisės aktuose pagrįstumo. Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija draudimo šalininkai [25, p. 2–4] išskiria tris teorijas, kuriomis pateisinamas nustatytas draudimas: 1) neteisėto pasisavinimo teoriją (angl. *misappropriation theory*), pagal kurią konfidenciali informacija yra bendrovės nuosavybė, todėl tokios informacijos panaudojimas gali būti vertinamas kaip vagystė; 2) rinkos egalitarizmo teoriją (angl. *market egalitarianism*), kuri pabrėžia investuotojų lygiateisiškumo principo svarbą ir nustato, kad kiekvienas investuotojas turi teisę priimti investicinius sprendimus remdamasis visiems vienodai žinoma informacija, ir 3) rinkos vientisumo teoriją (angl. *market integrity*), pagal kurią pasinaudojimas viešai neatskleista informacija daro žalą visai finansinių priemonių rinkai ir galiausiai patiems investuotojams.

Dažniausiai naudojami ekonominiai draudimo naudotis viešai neatskleista informacija įtvirtinimą remiantis argumentai yra šie: 1) jeigu prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija būtų leistina, sumažėtų smulkiųjų investuotojų; 2) dėl šių veiksmų galėtų sumažėti konkrečios finansų rinkos likvidumas; 3) finansinių priemonių kainos labiau svyruotų ir būtų nestabilios [28, p. 59]. Plačiausiai naudojamas draudimą naudotis viešai neatskleista informacija palaikantis etinis argumentas, kad ši veikla yra paprasčiausiai nesąžininga, nes viešai neatskleistą informaciją žinantis asmuo sudaro sandorius su tokios informacijos neturinčiais investuotojais. Tokiu būdu pažeidžiama vienodos prieigos prie informacijos prezumpcija. Kitas svarbus argumentas – minėti nesąžiningi veiksmai finansų rinkoje atgraso kitus asmenis nuo investavimo. Tačiau kol kas nėra empiriškai įrodyta, kad naudojimasis viešai neatskleis-

ta informacija yra nesąžiningas veiksmas kitų investuotojų atžvilgiu. Netgi, atvirkščiai, kai kurie tyrimai rodo, kad 1980 m. smulkių investuotojų JAV gerokai padidėjo, nepaisant to, kad minimu laikotarpiu buvo skelbiamas didelis skaičius nustatytų pasinaudojimo viešai neatskleista informacija atvejų. Vadinasi, investuotojų sprendimui investuoti neturėjo įtakos faktas, kad jie galbūt konkuruoja su viešai neatskleistą informaciją žinančiais asmenimis [28, p. 51–54]. Tačiau tyrimai rodo, kad insaiderių prekyba yra plačiai paplitusi – JAV nuo 1986 iki 2002 m. išanalizuoti duomenys rodo, kad prieš ženklų vertybinių popierių kainų kritimą ir augimą vyksta intensyvi viešai neatskleistą informaciją žinančių asmenų prekyba [24].

Taigi ne visi autoriai mano, kad pasinaudojimas viešai neatskleista informacija yra savaime neigiamas reiškinys, kuris turi užtraukti teisinę atsakomybę. Yra autorių, kurių teigimu, pasinaudojimas viešai neatskleista informacija nei iš etinės, nei iš ekonominės[4] [28, p. 70] perspektyvos nėra žalinga veikla. Kai kurie autoriai netgi teigia, kad tokia veikla turi teigiamą poveikį finansinių priemonių rinkai [28, p. 50–51]. Yra autorių, manančių, kad draudimas naudotis viešai neatskleista informacija nėra būtinas [25, p. 2–3]. Šiai pozicijai apginti pateikiamos trys teorijos: 1) teigiama, kad pasinaudojimas viešai neatskleista informacija yra nusikaltimas be aukų (angl. *victimless crime*) [11, p. 1]. Šios tarp mokslininkų populiarios teorijos šalininkai nurodo, kad dėl insaiderių naudojimosi viešai neatskleista informacija neatsiranda nukentėjusių asmenų, nes insaiderių sudaromi sandoriai paveikia akcijų kainą tiek, kad ji pradeda atspindėti viešai neatskleistą informaciją, todėl kita sandorio šalis ir apskritai likę investuotojai nuo tokios prekybos nenukenčia. Pavyzdžiui, jeigu insaideriui yra žinoma, kad bendrovė neįprastai pelningai dirbo paskutinį ketvirtį, toks asmuo, pagrįstai tikėdamas minėtos bendrovės vertybinių popierių kainos augimu po ketvirčio finansinių rezultatų paskelbimo, pradeda supirkinėti bendrovės vertybinius popierius. Tokia padidėjusi bendrovės vertybinių popierių paklausa „siunčia“ signalą kitiems investuotojams, kurie taip pat pradeda pirkti bendrovės akcijas ir tokiu būdu didina jų kainą; 2) kita teorija – vadovų kompensacijos mechanizmas (angl. *managers‘ compensation*), pagal kurią bendrovės vadovų prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija yra efektyvus būdas užtikrinti jiems tinkamą kompensaciją už atliekamą darbą. Tokiu būdu naudą gauna visi bendrovės akcininkai, nes bendrovė išleidžia mažiau lėšų vadovų atlyginimams; ir 3) rinkos efektyvumo (angl. *market efficiency*) teorija, kuri grindžiama tuo, kad insaiderių vykdoma prekyba daug greičiau ir efektyviau paveikia kainą, kuri pavaizduoja bendrovės tikrąją vertę [28, p. 60]. Draudimo naudotis viešai neatskleista informacija įtvirtinimo priešininkai taip pat mano, kad šis draudimas yra didelė našta ne tik pačioms bendrovėms, bet ir visai visuomenei. Bendrovėms, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama viešai, uždedama

[4] Amsterdamo vertybinių popierių biržoje atliktas empirinis tyrimas atskleidė, kad po draudimo naudotis viešai neatskleista informacija įtvirtinimo finansinių priemonių rinkos likvidumas sumažėjo. Tyrimo rezultatais gali būti grindžiama nuomonė, kad pasinaudojimo viešai neatskleista informacija reguliavimo tikslai šioje srityje nebuvo pasiekti.

pareiga kurti papildomas procedūras, kurios užkirstų kelią viešai neatskleistai informacijai plisti; nuolat rengti ir atnaujinti sąrašus asmenų, turinčių teisę susipažinti su viešai neatskleista informacija; teikti papildomus pranešimus priežiūros institucijoms. Maža to, naudodama mokesčių mokėtojų pinigus, valstybė finansuoja priežiūros institucijas, kurios prižiūri draudimo naudotis viešai neatskleista informacija laikymąsi, vykdo tyrimus ir taiko poveikio priemones [28, p. 75].

Kai kurie mokslininkai teigia, kad prekyba vertybiniais popieriais, be reikšmingos informacijos atskleidimo, gali turėti tokią įtaką kainai, kuri būtų pasiekta iki galo atskleidžiant informaciją [18]. Insaideriai pirks vertybinius popierius tik tuo atveju, jeigu vertybiniai popieriai yra „neįvertinti“, o parduos tik tada, kai vertybiniai popieriai yra „pervertinti“. Pažymėtina, kad sudarydami sandorius insaideriai nesiekia daryti įtakos akcijų kainai, nes įtaka kainai atimtų iš insaiderių galimybę pasinaudoti dar neatskleistos informacijos nauda ir sulaikytų juos nuo prekybos vertybiniais popieriais. Insaideriai stengiasi sudaryti sandorius „atsargiai“, teikdami mažo kiekio pavedimus, siekdami kuo mažiau daryti įtaką vertybinių popierių kainai, arba slėpdami savo tapatybę, tokiu būdu stengdamiesi pasiekti norimus tikslus iki to momento, kai viešai neatskleista informacija bus paskelbta ir taps žinoma visiems investuotojams. Atsižvelgiant į tai, priešingai negu daro prielaidą kai kurie mokslininkai, tokia prekyba neturės įtakos finansų rinkos efektyvumui [12, p. 81–82].

Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija įteisinimas neišspręstų rinkoje esamų informacijos asimetrijos problemų. Insaiderių prekyba kitiems investuotojams nėra pakankamas informacijos šaltinis ir informacija visa apimtimi kainoje atsispindi tik tada, kai tampa viešai atskleista. Jei insaiderių prekyba būtų įteisinta, insaideriams būtų būtina nustatyti pareigą po prekybos arba netgi prieš ją nedelsiant atskleisti savo tapatybę ir informaciją apie visus sudaromus ar ketinamus sudaryti sandorius [32]. Kita vertus, pasitelkus susijusius asmenis, šį reikalavimą būtų nesunku apeiti. Minėta, kad insaideriai neturi tikslo kuo greičiau paveikti vertybinių popierių kainos ir slėpdami savo tapatybę vykdo atsargią prekybą, todėl rinkos dalyviai neturi galimybės išsamiai įvertinti insaiderių vykdomos prekybos ir padaryti pagrįstas išvadas dėl būsimos vertybinių popierių kanos. Todėl mažai tikėtina, kad įteisinta insaiderių prekyba turės teigiamą įtaką rinkos efektyvumui, nebent būtų nustatytas reikalavimas viešai atskleisti insaiderių vykdomą prekybą. Tačiau tokiu atveju insaideriai negalės iki galo išnaudoti savo turimos informacijos ir gauti didžiausią naudą, o tai juos gali paskatinti apskritai susilaikyti nuo aktyvios prekybos arba ją vykdyti per susijusius asmenis. Todėl pasiūlymas įteisinti minėtą prekybą yra kritikuotinas.

Šio darbo autorės nuomone, argumentai, pateisinantys prekybos naudojantis viešai neatskleista informacija įteisinimą, nėra pagrįsti. Viešai neatskleista informacija disponuojantys asmenys žino konfidencialią informaciją, su kuria neturi galimybės susipažinti kiti rinkos dalyviai, todėl nuo pat pradžių atsiranda investuotojų nelygiateisiškumas ir informacijos asimetrija finansinių priemonių rinkoje. Sandoriai, sudaryti pa-

sinaudojant viešai neatskleista informacija, insaideriams suteikia nepateisinamą ekonominę naudą šios informacijos neturinčių asmenų sąskaita. Pastarieji sudaro sandorius nesąžiningos finansų rinkos sąlygomis, praranda pasitikėjimą visa finansų rinka ir tokiu būdu investuotojų skaičius gali apskritai sumažėti. Todėl draudimas visiems asmenims naudotis viešai neatskleista informacija ir gauti naudą iš tokios informacijos žinojimo, siekiant užtikrinti efektyvią, skaidrią ir sąžiningą finansinių priemonių rinką, yra teisėtas, pagrįstas ir būtinas.

Nepaisant išsamių argumentų ir tyrimų dėl draudimo naudotis viešai neatskleista informacija panaikinimo, akivaizdu, kad šis draudimas yra neabejotinai reikalingas, nes padeda pasiekti pagrindinį finansinių priemonių rinkų skaidrumo tikslą – sąžiningą prekybą ir investuotojų lygiateisiškumą.

Išvados

Viešai neatskleistos informacijos apibrėžimas yra gana sudėtingas, turintis nemažai abstrakčių kriterijų, todėl kiekvienu atveju, nustatant, ar informacija atitinka viešai neatskleistai informacijai nustatytus kriterijus, informacija turi būti analizuojama atsižvelgiant į viešai neatskleistos informacijos atskleidimo tikslą. Reikia įvertinti, ar investuotojai pagrįstai atsižvelgtų į šią informaciją priimdami investicinius sprendimus ir kokią įtaką minėtos informacijos atskleidimas galėtų turėti vertybinių popierių kainai. Kadangi tokie vertinimai yra hipotetiniai ir išlieka didelė klaidos tikimybė, juos atlikti turėtų tik tinkamą kvalifikaciją turintys ekspertai, nes nuo skaičiavimo tikslumo priklauso teisinės atsakomybės už pasinaudojimą viešai neatskleista informacija taikymas.

Emitentas turėtų atsakingai vertinti viešai apie save ar savo finansines priemones skleidžiamą informaciją ir pagrįstai įvertinęs, kad ši informacija, nors ir neteisinga, gali turėti reikšmingą poveikį jo akcijų kainai, teisės aktų nustatyta tvarka turėtų patvirtinti, paneigti arba kitaip pakomentuoti skleidžiamą informaciją. Ši praktika būtų vertinga priemonė užtikrinant finansų rinkos skaidrumą.

Nepaisant išsamių argumentų ir tyrimų dėl draudimo naudotis viešai neatskleista informacija panaikinimo, šis draudimas yra neabejotinai reikalingas, nes padeda pasiekti pagrindinį finansinių priemonių rinkų skaidrumo tikslą – sąžiningą prekybą ir investuotojų lygiateisiškumą. Prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija mažina pasitikėjimą finansinių priemonių rinka, todėl draudimas atlikti minėtus veiksmus prisideda prie finansų rinkos efektyvaus funkcionavimo užtikrinimo. Atsižvelgiant į tai, kai kurių mokslininkų išsakomas pasiūlymas atsisakyti draudimo naudotis viešai neatskleista informacija nėra pagrįstas.

LITERATŪRA

Europos Sąjungos teisės aktai

1. 1989 m. lapkričio 13 d. Tarybos direktyva 89/592/EEB dėl pasinaudojimo viešai neatskleista informacija uždraudimo reglamentavimo koordinavimo. *OL*, 1989 L 334, p. 30.

2. 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.

3. 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.

4. 2004 m. balandžio 29 d. Komisijos direktyva 2004/72/EB, įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl priimtos rinkos praktikos, viešai neatskleistos informacijos, susijusios su biržos prekių išvestinėmis priemonėmis, organizacijai priklausančių asmenų sąrašo sudarymo, pranešimų apie vadovų sandorius ir apie įtartinus sandorius. *OL*, 2004 L 162, p. 70.

5. 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti direktyvą 2001/34/EB. *OL*, 2004 L 390, p. 38.

6. 2010 m. lapkričio 24 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas Nr. 1095/2010, kuriuo įsteigiama Europos priežiūros institucija (Europos vertybinių popierių ir rinkų institucija) ir iš dalies keičiamas sprendimas Nr. 716/2009/EB bei panaikinamas Komisijos sprendimas Nr. 2009/77/EB. *OL*, 2010 L 331, p. 84.

Lietuvos Respublikos teisės aktai

7. Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodeksas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios,* 1985, nr. 1-1.

8. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios,* 2007, nr. 17-627; 2011, nr. 145-6818.

9. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios,* 2007, nr. 17-626; 2011, nr. 145-6819.

10. 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; ir 2008 m. liepos 17 d. nutarimu Nr. 1K-17 patvirtintos Viešai neatskleistos informacijos konfidencialumo užtikrinimo ir atskleidimo taisyklės (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios,* 2008, nr. 86-3453.

Specialioji literatūra

11. ALEXANDER, R. C. H. *Insider dealing snd Money laundering in the EU – Law and Regulation.* Ashgate Publishing, 2007.

12. AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis.* Oxford University Press, 2005.

13. AUSTIN, J. Are the Markets Fair? Protecting Integrity in an Era of Fragmented Markets and Cross Border Trading. *Social Science Research Network,* 2012, p. 1–28.

14. BHATTACHARIA, U.; DAOUK, H. The World price of Insider Trading. *The Journal of Finance,* 2002, 57(1), p. 75–108.

15. BENSTON G. J. Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934. *The American Economic Review* 63 (1), p. 132–155.

16. COCEICAO, C. Tackling Cross-Border Market Abuse. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2006, 14, p. 29–36.

17. DARDAS, K.; GUTTLER, A. Are Directors' Dealings Informative? Evidence from European Stock Markes. *Financial Markets and Portfolio Management*, 2011, 25, p. 111–148.

18. EASTERBROOK F. H.; FISCHEL, D. R., *The Economic structure of Corporate Law*. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1991.

19. HEDGES, L. A. Insider Trading and the EEC: Harmonization of the Insider Trading Laws of the Member States. *Boston College International and Comparative Law Review,* 1985, 8, p. 151–179.

20. HANSEN, J. L. What constitutes insider dealing? The Advocate General's opinion in Case C-45/08, Spector Photo Group. *Social Science Research Network,* 2009, p. 1–14.

21. HUNMOOK, L. Rationales and Requirements of Legal Framework of Insider Dealing in the European Union. *Social Science Research Network,* 2008, p. 1–22.

22. KLOHN, L. The European Insider Trading Regulation after the ECJ's Spector Photo Group-Decision. *European Company and Financial Law Review*, 2010, 7(2), p. 347–366.

23. KRAWIEC, K. D. Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age. *Northwestern University Law Review*, Vol. 95, No 2, 2001, p. 452–456.

24. MARIN, J. M.; OLIVER, J. P. The dog that did not bark: Insider Trading and Crashes. *The Journal of Finance.* 2008, 63:5, p. 2429–2476.

25. MINENNA, M. A. Supervisory Perspective on Insider Trading: Estimating the Value of the Information. *Social Science Research Network,* 2000, p. 1–32.

26. NOIA, C. D.; GARGANTINI, M. The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some

Margins for Future Actions. *Social Science Research Network,* 2009, p. 1–39.

27. NOIA, C. D. Pending issues in the review of the European market abuse rules. *Social Science Research Network,* 2012, p. 1–4.

28. SEREDYNSKA, I. *Insider Dealing and Criminal Law, Dangerous Liaisons*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2012.

29. SWAN, E. J.; VIRGO, J. *Market abuse regulation*. Second Editon. Oxford University Press, 2010.

30. SIEMS M. M. The Foundation of Securities Law. *European Business Law review*, 2009, 20, p. 141–171.

31. STOUT, L. A. The investor confidence game. *Social Science Research Network,* 2002, p. 1–45.

32. TREYNOR, J. L.; LEBARON, D. Perspectives: Insider Trading: Two Comments, 2004. *Financial Analysts Journal*,10, 12.

33. VANHARA, D. *Viešoji prekyba akcijomis. Teisinio reglamentavimo ypatumai ir problemos*. Vilnius: Leidykla MES, 2011.

Europos Bendrijos Teisingumo Teismo praktika ir generalinių advokatų išvados

34. ETT 2001 m. gegužės 3 d. sprendimas prieš *Jean Verdonck, Ronald Everaert ir Edith de Baedts*, C-28/99.

35. ETT 2009 m. gruodžio 23 d. sprendimas *Spector Photo Group NV*, C-45/08.

36. Generalinio advokato Paolo Mengozzi 2006 m. spalio 26 d. išvada byloje *Georgakis*, C-391/04.

37. Generalinės advokatės Kokott 2009 m. rugsėjo 10 d. nuomonė byloje *Spector Photo Group NV*, C-45/08.

38. Generalinio advokato Paolo Mengozzi 2012 m. kovo 21 d. išvada byloje *Markus Geltl* prieš *Daimler AG,* C-19/11.

Rekomendacijos ir ataskaitos

39. 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).

40. Market Abuse Directive – Level 3 – second set of European Securities Regulators guidance and information on the common operation of the Directive (CESR/06-562b).

41. Market Abuse Directive – Level 3 – third set of European Securities Regulators guidance and information on the common operation of the Directive (CESR/09-219).

42. Insider trading. How jurisdictions regulate it. IOSCO. Report. 2003.

43. Investigating and Prosecuting Market Manipulation. IOSCO. Report. 2010.

INSIDER TRADING IN THE STOCK MARKET

Oksana Fruzerova

Summary

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 of insider trading. The article is divided into three parts, the main attention is devoted to the: disclosure of information in financial markets, inside information and prohibition of insider trading. In the first part, disclosure of information in financial markets, proper disclosure mechanism in the EU and Lithuania is being discussed, the article underlines the significance of financial markets transparency, investors rights to equal access to information about the issuer and its financial instruments, the danger of information asymmetry in financial markets and the issue of spread of rumors is being discussed. In the second part, inside information, the definition of inside information in legal acts and doctrine is being analyzed, vague parts of definition, such as precise nature, price influence, examples of inside information are being presented, practical application of inside information is being discussed, the distinction between primary and secondary insiders is being presented. In the third part, prohibition of insider trading, the history of the development of prohibition in legal acts is presented, insider trading prohibition in the EU and Lithuanian regulations is analyzed, criteria's of insider trading are being discussed and deep analyzes of insider trading prohibition opponents and proponents arguments are being presented. In the end, conclusions about the definition of inside information, the duty to comment rumors and the validity of the prohibition of insider trading are drawn. The article raises a question as to whether the insider trading prohibition is really necessary.

Įteikta 2012 m. spalio 18 d.
Priimta publikuoti 2013 m. sausio 17 d.