

PIKTNAUDŽIAVIMO RINKA GENEZĖ PREKYBOS VERTYBINIAIS POPIERIAIS KONTEKSTE

Oksana Fruzerova

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

Straipsnyje nagrinėjama piktnaudžiavimo rinka, t. y. manipuliavimo rinka ir pasinaudojimo viešai neatskleista informacija, istorija prekybos vertybiniais popieriais kontekste. Pateikiami ryškiausi piktnaudžiavimo rinka atvejai, nustatyti skirtingose pasaulio finansų rinkose.

This article discusses the history of market abuse activities – market manipulation and insider trading in the context of trading in securities. The most prominent cases of market abuse, which occurred in different financial markets, are being discussed.

Įvadas

Temos aktualumas. Šiais laikais dėl globalaus pobūdžio ir įtakos pasaulio ekonomikai finansų rinkos ir prekyba vertybiniais popieriais sulaukia vis daugiau dėmesio. Finansų rinkų srities teisinis reglamentavimas yra gana sudėtingas, tačiau, atsižvelgiant į didelį subjektų, kurie dalyvauja finansų rinkose vykstančiuose procesuose, ratą, ši sritis neabejotinai aktuali, nes nesąžiningi veiksmai finansų rinkose daugeliui subjektų gali ne tik sukelti plataus masto neigiamų padarinių, bet ir nulemti griežtos teisinės atsakomybės kilimą.

Piktnaudžiavimas rinka bendruoju požiūriu gali būti apibūdinamas kaip neteisėtas ir nesąžiningas elgesys finansų rinkose, kuris griaua finansų rinkų stabilumą, mažina jų skaidrumą, pažeidžia investuotojų interesus ir padidina jų investavimo riziką. Iš esmės piktnaudžiavimas rinka pasireiškia dvejopai: pasinaudojant viešai neatskleista informacija ir manipuliuojant rinka. Šiems veiksams būdingas latentiskumas, paprastai vien iš akcijų kainų svyravimų akcijų biržoje gana sudėtinga nustatyti, ar buvo padaryti neteisėti veiksmai.

Lietuvoje už piktnaudžiavimo rinka veiksmus, be administracinės atsakomybės (fiziniams asmenims – ATPK 173⁵ straipsnio 4, 5 dalys; juridiniams asmenims ekonominės sankcijos pagal Finansinių priemonių rinkų įstatymo 62 straipsnį ir 93 straipsnio 1 dalies 7 punktą), įtvirtinta ir baudžiamoji atsakomybė (BK 217, 218 straipsniai). Tačiau nuo 2016 m. liepos 3 d. valstybėse narėse bus tiesiogiai taikomas Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) nr. 596/2014 dėl piktnaudžiavimo rinka, kuris už minėtus draudimus įtvirtina itin griežtą tiek fizinių (iki 5 mln. eurų bauda), tiek juridinių (iki 15 mln. eurų bauda arba 15 proc. bendros metinės apyvartos) asmenų administracinę atsakomybę. Nuo minėtos datos valstybėse narėse taip pat turi būti įgyvendinta Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/57/ES dėl baudžiamųjų sankcijų už piktnaudžiavimo rinka veiksmus, kuri numato konkrečius laisvės atėmimo baismės terminus.

Finansų rinkų augimas ar nuosmukis visų pirma priklauso nuo investuotojų pasitikėjimo rinkomis, o piktnaudžiavimas rinka šį pasitikėjimą smarkiai mažina. Nustatyta, kad pasitikėjimas didina finansų rinkos efektyvumą¹ ir stiprina jos likvidumą². Praradus investuotojų pasitikėjimą, jį atkurti yra ilgai ir sudėtinga. Istorija rodo, kad po 1929 m. akcijų kainų nuosmukio, kai buvo prarastas pasitikėjimas finansų rinkomis ir investavimu, akcijų kainos ikikrizinį lygį pasiekė tik po dvidešimties metų³.

Atsižvelgiant į šiuolaikines technologijas, piktnaudžiavimo rinka veiksmai neapsiriboja vienos valstybės teritorija, šie veiksmai dažnai yra tarpvalstybiniai. Pasaulyje yra nemažai finansinių priemonių, kuriomis prekiaujama ne tik nacionalinėje, bet ir užsienio finansų rinkoje⁴. Nuolat didėja tarpvalstybinių piktnaudžiavimo rinka bylų skaičius⁵, todėl piktnaudžiavimo rinka klausimas svarbus nacionaliniu ir tarptautiniu lygiu.

Be to, neigiamų piktnaudžiavimo rinka padarinių gali kilti dideliame subjektų ratui: tiek verslui, kuriam gali kilti sunkumų siekiant efektyviai pritraukti papildomą finansavimą kapitalo rinkose; tiek valstybės biudžetui, kuris dėl stagnacijos finansų sektoriuje gali netekti dalies pajamų; tiek pensijų fondų dalyviams, kurių turimų finansinių priemonių vertė dėl nesąžiningų piktnaudžiavimo rinka veiksmų gali sumažėti; tiek investuotojams, kurie dėl minėtų veiksmų finansų rinkoje gali patirti nuostolių ar negauti naudos, ir kitiems. Taigi dėl piktnaudžiavimo rinka veiksmų padarytos žalos atlyginimas gali būti aktualus daugeliui asmenų⁶.

Siekiant efektyviai kovoti su piktnaudžiavimo rinka reiškiniu, svarbu jį tinkamai suprasti. O kiekvienam reiškiniui suprasti didelę įtaką turi istorinė jo analizė, kuri parodo tiek nagrinėjamo reiškinio atsiradimo, tiek vystymosi, tiek kitas reikšmingas tendencijas. ES draudimai piktnaudžiauti rinka buvo įtvirtinti 2003 metais Piktnaudžiavimo rinka direktyvoje 2003/6/EB, tačiau minėti veiksmai buvo plačiai žinomi dar viduramžiais. Todėl visapusiškai ir nuodugnai suprasti piktnaudžiavimo rinka reiškinį reikia platesnio istorinio laikotarpio analizės. Šios analizės išvados taip pat gali būti svarbus argumentas, pagrindžiantis arba paneigiantis piktnaudžiavimo rinka srityje netrukus įsigaliosiantį itin griežtą ES teisinį reglamentavimą. Atsižvelgiant į tai, darbe nagrinėjama piktnaudžiavimo rinka genezė, analizuojami ryškiausi šių veiksmų pavyzdžiai kai kurių Europos valstybių, JAV, Kanados ir Japonijos finansų rinkose.

Lietuvos teisės moksle piktnaudžiavimo rinka veiksmų istorija nenagrinėta, todėl trūksta šios srities mokslinių tyrimų. Užsienio teisės doktrinoje šiam klausimui skiriama daugiau dėmesio. Šiame darbe daugiausiai remtasi šių užsienio autorių nuomone: E. Avgouleas, S. Bazley, E. Chancellor, A. Goldgar, C. P. Kindleberger, R. Z. Aliber, I. Seredynska, M. M. Siems, E. J. Swan, J. Virgo ir kitų.

Darbo tikslas. Išanalizavus piktnaudžiavimo rinka sąvoką ir raiškos formas, įvertinti piktnaudžiavimo rinka veiksmų pobūdį skirtingose pasaulio finansų rinkose įvairiais istorijos laikotarpiais.

Darbo objektas. Piktnaudžiavimo rinka istorija prekybos vertybiniais popieriais kontekste.

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

Šiame darbe pateikiama nepriklausoma straipsnio autorės pozicija.

¹ ALEXANDER, R. C. H. *Insider dealing and Money laundering in the EU – Law and Regulation*. Ashgate Publishing, 2007, p. 12.

² IOSCO, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*. Report, May, 2000, p. 4.

³ STOUT, L. A. The investor confidence game. *Social Science Research Network*, 2002, p. 43.

⁴ *Technological Challenges to Effective Market Surveillance, Issues and Regulatory Tools*, Consultation Report, IOSCO, August 2012, p. 26.

⁵ SEREDYNSKA, I. *Insider Dealing and Criminal Law, Dangerous Liaisons*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2012, p. 28–33.

⁶ Pavyzdžiui, 2008 m. dėl padaryto manipuliavimo AB „Lifosa“ akcijomis, kai Estijos bendrovės NASDAQ OMX Vilnius biržoje dirbtinai padarė įtaką minėtų akcijų kainai, buvo galbūt suklaidinti 152 investuotojai. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. kovo 15 d. sprendimas administracinėje byloje nr. I-14-142/2010 ir 2009 m. spalio 22 d. sprendimas administracinėje byloje nr. I-1896-789/2009.

1. Piktnaudžiavimo rinka samprata ir formos

Finansiniai pažeidimai, tarp kurių ir piktnaudžiavimas rinka, dažnai vadinami dar 1930 m. Edwino Sutherlando įtvirtintu terminu „baltų apykaklių nusikaltimais“ (angl. *white collar crime*)⁷. Terminas iš pradžių buvo siejamas su pažeidimais, kuriuos darė įtakingi, gerbiami ir aukštą socialinę padėtį turintys JAV korporacijų atstovai. E. Sutherland įrodinėjo, kad minėtų asmenų pažeidimai turi būti vertinami kitaip, nes patys pažeidėjai turi ypatingą statusą. Vėliau nemažai mokslininkų sukritikavo šią teoriją. Hazel Croall pažymėjo, kad daugelis pažeidėjų buvo smulkaus verslo atstovai, neturėję ypatingo statuso verslo pasaulyje⁸. Šiais laikais beveik kiekvienas asmuo turi teorinę galimybę investuoti, todėl piktnaudžiavimas rinka vienaip ar kitaip gali paliesti daug subjektų.

Finansų teisėje piktnaudžiavimo rinka terminas specifinę reikšmę įgavo po Piktnaudžiavimo rinka direktyvos 2003/6/EB priėmimo⁹. Minėta direktyva nustatė draudimą piktnaudžiauti rinka (angl. *market abuse*). Lietuvoje šis draudimas įtvirtintas Finansinių priemonių rinkų įstatymo 62 ir 63 straipsniuose.

Iš esmės piktnaudžiavimas rinka gali būti vertinamas kaip veiksmai arba veiksmų visuma, kai vieni investuotojai sukelia neteisėtų neigiamų padarinių kitiems investuotojams, tokiu būdu pažeisdami finansinių priemonių rinkų skaidrumą, sąžiningos prekybos vertybiniais popieriais principus ir sumenkindami pasitikėjimą finansinių priemonių rinka¹⁰. Piktnaudžiavimas rinka taip pat gali būti apibūdinamas kaip elgesys, kuris neatitinka nustatytų standartų finansų rinkose. Tai elgesys, kuris pažeidžia finansų rinkos sąžiningumą ir efektyvumą arba sukelia nepagrįstų nuostolių investuotojams¹¹. Piktnaudžiavimo rinka esmė – intervencija į laisvai veikiančią rinką, dirbtinai daranti įtaką vertybinių popierių pasiūlai, paklausai ir (ar) kainai. Šie veiksmai gali pasireikšti įvairiais būdais ir jų spektro platumas priklauso nuo paties pažeidėjo kūrybiškumo¹².

Taigi piktnaudžiavimo rinka veiksmų spektras pakankamai platus ir gali pasireikšti įvairiai: 1) pasinaudojant viešai neatskleista informacija, kai asmuo sudaro sandorius dėl vertybinių popierių naudodamasis konfidencialia informacija; 2) neteisėtai atskleidžiant viešai neatskleistą informaciją; 3) manipuliuojant rinka, kai sudaromi sandoriai arba teikiami pavedimai, kurie sudaro klaidinamą arba tikrovės neatitinkantį įspūdį apie vertybinių popierių pasiūlą arba paklausą; 4) neteisėtai skleidžiant informaciją, sąmoningai klaidinančią investuotojus; 5) pasitelkiant fiktyvias ir apgaulingas priemones ir kitais būdais.

Tačiau galima išskirti dvi pagrindines piktnaudžiavimo rinka formas: 1) pasinaudojimą viešai neatskleista informacija ir 2) manipuliavimą rinka.

Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija lemia nesąžiningą prekybą vertybinių popierių rinkoje ir ją iškraipo, nes viešai neatskleista informacija disponuojantys asmenys turi pranašumą, palyginti su kitais investuotojais, kurie konfidencialią informaciją sužino tik viešo jos paskelbimo metu¹³, todėl finansų rinkoje atsiranda informacijos asimetrija.

⁷ AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis*. Oxford University Press. 2005, p. 96.

⁸ CROALL, H. Who is the White-collar criminal? *British Journal of Criminology*, 1989, Vol. 29, No. 2, p. 157–174.

⁹ 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).

¹⁰ Financial Service Authority, UK FSA Scale and Impact of Financial Crime Project, proposed framework for generating data in a comparative manner. *Social Science Research Network*, 2009, p. 34.

¹¹ SWAN, E. J.; VIRGO J., *Market abuse regulation*, Second Edition. Oxford University Press, 2010, p. 36.

¹² BAZLEY, S. *Market Abuse Enforcement: Practice and Procedure*. Bloomsbury Professional Limited, Maxwellton House, 2013, p. 3.

¹³ Viešai neatskleista informacija turi būti atskleista Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 18 straipsnio nustatyta tvarka.

Sąvoka „viešai neatskleista informacija“ (angl. *inside information*) mokslinėje literatūroje ir pasaulio teisės aktuose turi nemažai apibrėžimų. ES teisėje pateikiamas toks 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 priemonių¹⁴. Viešai neatskleistą informaciją taip pat galima apibrėžti keturiais pagrindiniais kriterijais: 1) tai tikslaus pobūdžio; 2) viešai neatskleista; 3) tiesiogiai / netiesiogiai susijusi su emitentu ar jo finansinėmis priemonėmis ir 4) tokia informacija, kurios atskleidimas turėtų reikšmingą įtaką finansinių priemonių kainai¹⁵. Viešai neatskleistos informacijos pavyzdžiai galėtų būti bendrovės sprendimas mokėti dividendus, išskirtinio verslo sandorio sudarymas, pagrindinės veiklos licencijos panaikinimas, sprendimas keisti audito įmonę ir kiti¹⁶. Tai tokia informacija, kuri kiekvienam investuotojui būtų svarbi priimant atitinkamą investicinį sprendimą.

Bendruoju požiūriu pasinaudojimą viešai neatskleista informacija būtų galima apibrėžti taip – tai ekonominis elgesys, kuriuo metu viešai neatskleistą informaciją žinantys asmenys, sudarydami sandorius arba atskleiddami konfidencialią informaciją tretiesiems asmenims, siekia gauti naudos iš jiems žinomos viešai neatskleistos informacijos¹⁷. Pasinaudojimą viešai neatskleista informacija taip pat galima apibrėžti per informacijos skaidrumo reikalavimo pažeidimą; tai privilegijuotojo pozicijoje esančio asmens nesąžiningas informacijos panaudojimas, kol minėta informacija dar nėra atskleista teisės aktų nustatyta tvarka.

Iki šiol diskutuojama dėl draudimo naudotis viešai neatskleista informacija įtvirtinimo teisės aktuose pagrįstumo. Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija draudimo šalininkai skiria tris teorijas, kuriomis pateisinamas minėtas 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*), remiantis kuria pasinaudojimas viešai neatskleista informacija daro žalą visai finansinių priemonių rinkai ir galiausiai patiems investuotojams¹⁸.

Dažniausiai naudojami ekonominiai draudimo naudotis viešai neatskleista informacija įtvirtinimą remiantis argumentai yra šie: jeigu prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija būtų leistina, sumažėtų smulkiųjų investuotojų; dėl šių veiksmų galėtų sumažėti konkrečios finansų rinkos likvidumas; finansinių priemonių kainos labiau svyruotų ir būtų nestabilios. Plačiausiai naudojamas draudimą naudotis viešai neatskleista informacija palaikantis etinis argumentas, kad ši veikla yra paprasčiausiai nesąžininga ir minėtais veiksmais pažeidžiama vienodos prieigos prie informacijos prezumpcija¹⁹.

Tačiau ne visi autoriai mano, kad pasinaudojimas viešai neatskleista informacija yra savaime neigiamas reiškinys. Netgi teigiama, kad šis reiškinys nei iš etinės, nei iš ekonominės perspektyvos nėra

¹⁴ 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), 16 preambulės dalis.

¹⁵ Market Abuse Directive – Level 3 – second set of European Securities Regulators guidance and information on the common operation of the Directive (CESR/06-562b).

¹⁶ Lietuvos banko valdybos 2013 m. vasario 28 d. nutarimu nr. 03-46 patvirtintos Viešai neatskleistos informacijos konfidencialumo užtikrinimo ir atskleidimo taisyklės. *Valstybės žinios*, 2013, nr. 25-1253.

¹⁷ AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis*. <...>, p. 4.

¹⁸ MINENNA, M. A Supervisory Perspective on Insider Trading: Estimating the Value of the Information. *Social Science Research Network*, 2000, p. 1–32.

¹⁹ SEREDYNSKA, I. *Insider Dealing and Criminal Law, Dangerous Liaisons*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg. 2012, p. 51–59.

žalinga veikla ir turi teigiamą poveikį finansinių priemonių rinkai²⁰. Šiai pozicijai apginti taip pat pateikiamos trys teorijos: 1) teigiama, kad pasinaudojimas viešai neatskleista informacija yra nusikal- timas be aukų (angl. *victimless crime*)²¹, nes viešai neatskleistą informaciją turinčių asmenų sandoriai daro įtaką akcijų kainai, kaina pradeda atspindėti viešai neatskleistą informaciją, todėl kita sandorio šalis ir apskritai likę investuotojai nuo tokios prekybos nenukenčia; 2) kita teorija – vadovų kompensac- ijos mechanizmas (angl. *managers' compensation*), remiantis kuria bendrovės vadovų prekyba nau- dojantis viešai neatskleista informacija yra efektyvus būdas siekiant užtikrinti tinkamą kompensaciją už atliekamą darbą; ir 3) rinkos efektyvumo (angl. *market efficiency*) teorija, kuri grindžiama tuo, kad minėtų asmenų prekyba daug greičiau ir efektyviau daro įtaką akcijų kainai, kuri parodo bendrovės tikrąją vertę²². Vis dėlto pasinaudoti viešai neatskleista informacija tiek Lietuvoje, tiek ES, tiek dauge- lyje kitų išsivysčiusių pasaulio valstybių – uždrausta veikla.

Manipuliavimo rinka veiksmais dirbtinai daroma įtaka vertybinių popierių kainai. Galima skirti du pagrindinius manipuliavimo rinka būdus: 1) prekybos veiksmais pagrįstas manipuliavimas rinka (pavyzdžiui, teikiant apsimestinius akcijų pirkimo pavedimus, kuriais siekiama daryti įtaką akcijų kai- nai ir kurie vėliau yra anuliuojami) ir 2) manipuliavimas informacija (pavyzdžiui, skleidžiant tikrovės neatitinkančią informaciją apie bendrovės finansinę padėtį).

Literatūroje iki šiol diskutuojama dėl tikslaus manipuliavimo rinka apibrėžimo ir draudimo apim- ties. Plačiuoju požiūriu manipuliavimas rinka – tai naudos perkėlimas iš visų finansų rinkos dalyvių mažam rinkos dalyvių ratui, pasitelkus nesąžiningas priemones ir būdus²³. Klasikinis manipuliavimo rinka apibrėžimas buvo pateiktas dar 1971 m. žymiojoje *JAV Cargil Inc v Hardin* byloje, kurioje ma- nipuliavimas rinka buvo apibrėžtas kaip bet kokie veiksmai, schemos ar fikcijos, kuriais sąmoningai daroma įtaka finansinių priemonių kainai, o tai lemia naujos kainos susiformavimą, kuri būtų kitokia, jeigu nebūtų atlikti manipuliavimo rinka veiksmai²⁴. Piktnaudžiavimo rinka direktyvos 2003/6/EB 1 straipsnyje manipuliavimas rinka apibrėžiamas neteisėtų veiksmų raiškos formomis, kurias būtų ga- lima apibendrinti taip: 1) tai prekyba vertybiniais popieriais, kuri gali sudaryti klaidinančią įspūdį apie tam tikrų finansinių priemonių pasiūlą, paklausą arba kainą; 2) prekyba finansinėmis priemonėmis pa- naudojant apgaulę, ir 3) klaidinančios ar tikrovės neatitinkančios informacijos platinimas, tokiu būdu sudarant klaidinamą įspūdį apie finansines priemones.

Manipuliavimo rinka veiksmų tikslas – gauti naudos iš vykdomų sandorių, skleidžiamos informa- cijos ar pasitelkus kitus būdus. Pavyzdžiui, darant dirbtinę įtaką vertybinių popierių kainai, sudaromos sąlygos nusipirkti vertybinius popierius mažesne kaina arba parduoti turimus vertybinius popierius di- desne kaina, arba paveikti būsimo oficialaus siūlymo kainą²⁵. Neatsižvelgiant į formą, manipuliavimas rinka turi dvejopą neigiamą poveikį: 1) finansų rinkoje sudaro klaidinamą įspūdį apie emitentą ar jo vertybinius popierius ir 2) daro įtaką vertybinių popierių kainos formavimo mechanizmui, todėl rinkos informacija praranda savo kokybę ir patikimumą.

Galima pateikti prekybos veiksmais pagrįsto manipuliavimo rinka pavyzdį. Investicinio fondo val- dytojo veikla vertinama pagal tai, kokia yra fondo vertė ketvirčio pabaigoje. Fondo valdytojas, turėda- mas tikslą nustatyti didesnę vertybinių popierių kainą ir geresnius valdomo fondo rezultatus, biržoje teikia nedidelį pirkimo pavedimą dėl sąlygiškai nelikvidžių valdomo portfelio vertybinių popierių. Šių

²⁰ *Ibid.*, p. 50–70.

²¹ ALEXANDER, R. C. H. *Insider dealing and Money laundering in the EU – Law and Regulation*. Ashgate Publi- shing, 2007, p. 1.

²² SEREDYNSKA, I. *Insider Dealing and Criminal Law, Dangerous Liaisons*, <...>, p. 60.

²³ SODERSTOM, R. *Regulating Market Manipulation, An Approach to designing Regulatory Principles*. *Uppsala Faculty of Law Working Paper*, Uppsala, 2011, p. 9–10.

²⁴ AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis*. <...>, p. 105.

²⁵ *Investigating and Prosecuting Market Manipulation. IOSCO Report*, May, 2000, p. 6.

veiksmų padarinys – dirbtinai padidinta vertybinių popierių kaina²⁶. Panašus atvejis buvo nustatytas ir Lietuvos vertybinių popierių rinkoje²⁷. Taip pat galima pateikti manipuliacijos informacija pavyzdį. 2004 m. Didžiosios Britanijos priežiūros institucija dviem Royal Dutch/Shell grupės bendrovėms skyrė 17 mln. £ baudą už tikrovės neatitinkantį pareiškimą dėl turimų energijos rezervų, kurie, kaip vėliau paaiškėjo, buvo 25 proc. mažesni²⁸.

Abiejų piktnaudžiavimo rinka formų, tiek pasinaudojimo viešai neatskleista informacija, tiek manipuliacijos rinka, ekonominiai tikslai panašūs: siekis gauti neteisėtą naudą, kuri be piktnaudžiavimo rinka veiksmų atlikimo neatsirastų arba būtų mažesnė. Apibendrinant literatūroje pateiktas piktnaudžiavimo rinka sampratas, būtų galima teigti, kad piktnaudžiavimas rinka – neteisėti veiksmai finansų rinkoje, kuriais pažeidžiamas įprastas ir sąžiningas finansų rinkos funkcionavimas.

2. Piktnaudžiavimo rinka genezė

Piktnaudžiavimas rinka nėra naujas reiškinys. Istorijoje galima rasti begalę piktnaudžiavimo rinka atvejų. Piktnaudžiavimo rinka veiksmų prevencijos ir „teisingos kainos“ (angl. „Just Price“) teisinės doktrinos ištakos siekia Romos imperijos laikus²⁹.

Antrinės finansinių priemonių rinkos atsiradimas siejamas su Italija ir Olandija, kur XV a. pradžioje atsirado prekyba skolos vertybiniais popieriais, kuriuos dar XI a. pradėjo leisti Italijos miestai (Venecija, Genuja). Vėlyvaisiais viduramžiais keli Italijos miestai-valstybės pradėjo leisti valstybės skolos vertybinius popierius. Venecijoje valstybės skolos vertybiniais popieriais buvo prekiaujama nuo XIII a. vidurio³⁰. Jau 1351 m. Venecijoje buvo priimtas įstatymas, kuris draudė skleisti gandus siekiant sumažinti vertybinių popierių kainą. XIV a. pabaigoje – XV a. pradžioje buvo daug bandymų uždrausti prekybą vertybiniais popieriais, naudojantis viešai neatskleista informacija³¹. Manipuliacijos rinka taip pat yra senas pažeidimas, šie veiksmai, pavyzdžiui, buvo užfiksuoti jau 1530 m., kai *Florence Gaspar Ducci* sindikatas vykdė neteisėtus veiksmus, kuriais siekė mažinti vertybinių popierių kainas Liono rinkoje³².

Nesutariama, kur ir kada buvo įkurta pirmoji prekybos akcijomis birža. Yra nuomonių, kad tai įvyko 1409 m. Briugėje arba 1531 m. Antverpene, tačiau tradiciškai suprantama vertybinių popierių birža atsirado 1611 m. Amsterdame³³, ir joje aktyviai buvo prekiaujama Olandų Rytų Indijos kompanijos (angl. *Dutch East India Company*) akcijomis. Vėliau šią centralizuotos prekybos platformos idėją, kuri užtikrino likvidumą ir kainos formavimo mechanizmą, perėmė ir kiti miestai: 1619 m. – Kopenhaga, 1724 m. – Paryžius, 1771 m. – Viena, 1773 m. – Londonas ir 1792 m. – Niujorkas. XIX a. prasidėjusi industrializacija nulėmė didesnio finansavimo poreikį (geležinkelių, kanalų ir kitos infrastruktūros statybai finansuoti), o tai lėmė intensyvesnį kapitalo pritraukimą, taip pat aktyvią prekybą antrinėje vertybinių popierių rinkoje³⁴.

²⁶ SWAN, E. J.; VIRGO, J. *Market abuse regulation*, Second Edition. Oxford University Press, 2010, p. 63.

²⁷ Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2009 m. rugsėjo 28 d. nutartis administracinėje byloje *UAB DK „PZU Lietuva“ prieš Vertybinių popierių komisiją*, nr. A⁵⁵⁶ – 1035/2009.

²⁸ SWAN, E. J.; VIRGO, J., *Market abuse regulation*, Second Edition. Oxford University Press, 2010, p. 221.

²⁹ BAZLEY, S. *Market Abuse Enforcement: Practice and Procedure*, Bloomsbury Professional Limited, Maxwellton House, 2013, p. 4.

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

³¹ CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, A plume book, Penguin Group, 2000, p. 7–8.

³² CONSTABLE, P. Ferocious Beast or Toothless Tiger? The Regulation of Stock Market Manipulation in Australia, *Macquarie Journal of Business Law*, 2011, Vol. 8, p. 60.

³³ XVII a. pradžioje kapitalas iš visos Europos buvo investuojamas į įvairias Olandijos bendroves ir finansines priemones. Amsterdamas tapo pasaulio finansų sostine, kurios biržoje buvo prekiaujama įvairiais finansiniais produktais ir pasirinkimo sandoriais.

³⁴ SIEMS, M. M. The Foundation of Securities Law, *European Business Law review*, 2009, Vol. 20, p. 141–171.

Piktnaudžiavimą rinka būtina atskirti nuo įprastos spekuliacinės veiklos, kuri savaime nėra draudžiama. Spekuliacinės veiklos ištakos randamos antikinėje Romos Respublikoje II amžiuje prieš Kristų. Tuo metu romėnų finansų sistema jau turėjo daug šiuolaikinio kapitalizmo bruožų: romėnų teisė leido laisvą nuosavybės perdavimą, pinigų skolinimą už palūkanas, o mokėjimai buvo atliekami naudojant bankų pavedimų sistemos analogiją. Pagrindinio kapitalo koncentracija buvo Romoje (vėliau Amsterdame, Londone ir Niujorke)³⁵. Terminas „spekuliacija“ ekonominę reikšmę įgavo tik vėlyvaisiais XVIII a. dešimtmečiais. Tradiciškai spekuliacija apibūdinama kaip bandymas gauti naudą iš rinkos kainų pokyčių³⁶.

Ilgą piktnaudžiavimo rinka istoriją puikiai iliustruoja pirmasis istorijoje užfiksuotas ekonominis nuosmukį sukėlęs spekuliacinis burbulas – tai Olandijoje XVII a. vykusį vadinamoji tulpių manija (angl. *tulip mania*), kai sandoriai dėl iš Turkijos XVI a. atvežtų tulpių svogūnėlių buvo sudaromi nepagrįstai didelėmis kainomis³⁷. Masinė psichozė vertė žmones priimti neracionalius sprendimus ir investuoti visas savo lėšas į tulpių svogūnėlių pirkimą, o jų vieno kaina dažnai viršijo asmens metines pajamas. Nuo 1636 m. vyko intensyvi prekyba biržoje, buvo sudaromi ateities sandoriai dėl būsimų tulpių svogūnėlių derlių. Tačiau 1637 m. tulpių svogūnėlių kainos pradėjo greitai kristi ir tulpių rinka netikėtai žlugo. Literatūroje nesutariama dėl tikrų burbulo sprogimo padarinių³⁸. Atsižvelgiant į tai, kad aprašyti įvykiai vyko beveik prieš keturis amžius, išliko mažai patikimų rašytinių šaltinių, todėl šių laikų mokslininkai kritiškai vertina tulpių burbulo sprogimo mastą³⁹. Teigiama, jog gana sudėtinga įrodyti, kad, sprogdus tulpių burbului, pasipylė bankrotų banga, nes intensyvi prekyba tulpių svogūnėliais apėmė ne visą šalį, bet sąlygiškai nedidelę jos dalį. Kai kurie pirkėjai, nenorėdami vykdyti įsipareigojimų, pardavėjams mokėdavo kompensacijas, dažniausiai 5 proc. sutartos kainos. Kiti autoriai pateikia dar vieną tulpių burbulo paaiškinimą⁴⁰, kuris susijęs su naujų ateities sandorių vertinimu Olandijoje, pagal kurį įprasti ateities sandoriai buvo pakeisti pasirinkimo sandoriais, kai pirkėjas turėjo teisę, bet ne pareigą sudaryti sandorį. Atitinkamu reglamentavimu buvo siekiama apsaugoti būsimus tulpių svogūnėlių pirkėjus nuo didelių nuostolių. Bylinėjimasis dėl neįvykdytų sutarčių truko iki 1638 m. gegužės mėn., kai vyriausybės komisija nurodė, kad sandoriai dėl tulpių gali būti anuliuojami mokant 3,5 proc. sutartos kainos. Austrijos ekonomistas J. A. Schumpeteris pažymėjo, kad spekuliacinės manijos dažniausiai atsiranda naujos industrijos ar technologijos atsiradimo pradžioje, kai žmonės pervertina galimą potencialią naudą ir naujovės pritraukia kapitalo perteklių. Tikėtina, kad konkrečiu atveju spekuliantus pritraukė tulpių naujumas Europoje⁴¹.

Kitas žymus atvejis – 1720 m. Didžiojoje Britanijoje įvykusi pirmoji moderni finansų krizė, vadinamasis Pietų Jūrų burbulas (angl. *South Sea Bubble*). 1711 m. buvo įkurta Pietų jūrų kompanija, ji įsipareigojo mokėti dideles Didžiosios Britanijos pokario skolas, kurias ji „konvertavo“ į bendrovės akcijas, ir todėl gavo išskirtines teises prekiauti su Pietų Amerika ir metinius palūkanų mokėjimus iš vyriausybės. Nors bendrovės prekybinė veikla nuolat buvo nuostolinga, bendrovė tapo sėkminga

³⁵ CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 3.

³⁶ Efektyvios rinkos teorijos šalininkai mano, kad spekuliantai padeda atskleisti tikrąją vertę ir akcijų kaina atspindi visą konkrečiai akcijai reikšmingą informaciją. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...> p. 189–190.

³⁷ Tuo laikotarpiu vidutinis metinis atlyginimas Olandijoje buvo nuo 200 iki 400 guldenų. Nedidelis namas mieste kainavo apie 300 guldenų. Svogūnėlių svaras kainavo nuo 20 iki 1 200 guldenų. Pagal tai galima vertinti tulpių kainų ekstravaganciją. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...> p. 18.

³⁸ Ten pat, p. 19.

³⁹ GOLDFAR, A. *Tulipmania: Money, Honor, and Knowledge in the Dutch Golden Age*. University of Chicago Press, 2007.

⁴⁰ THOMPSON, E. A. The Tulipmania: Fact or Artifact? *Public Choice journal*, Vol. 130, Nos. 1–2, Jan 2007, p. 99–114.

⁴¹ CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...> p. 20–28.

finansų institucija⁴², kuri išleido 31,5 £ mln. vertės akcijų emisiją (vienos akcijos kaina 100 £). Tačiau visa akcijų išleidimo, vyriausybės skolų konvertavimo į akcijas, palūkanų mokėjimo ir prekybos akcijomis schema buvo perdėtai sudėtinga – tikslingai sukurta paini schema, kuria buvo siekiama apsunkinti tikrosios akcijų vertės skaičiavimą. Visos minėtos schemas šalys – bendrovės vadovai, vyriausybės atstovai, akcininkai – buvo suinteresuoti dirbtinai „išpūsta“ bendrovės akcijų kaina⁴³. Žmonės masiškai investavo į bendrovės akcijas, vyko spekuliacijos informacija dėl tikrosios bendrovės akcijų vertės. Bendrovės akcijų kaina pakilo nuo 100 iki 1 000 £ už akciją⁴⁴. Kai akcijų kaina pasiekė savo aukščiausią ribą, bendrovės vadovas pardavė turimas akcijas⁴⁵. Prasidėjus masiniam Pietų jūrų kompanijos akcijų pardavimui, akcijų kaina pradėjo greitai kristi. Spekuliacija bendrovės akcijomis nulėmė „burbulo“ atsiradimą, jam „sprogus“ daugelis patyrė didelių nuostolių, tačiau bendrovės vadovai savo akcijas pardavė pelningai dar iki kainos kritimo. Prasidėjus skandalui, buvo įsteigta slapta parlamentinė komisija, kuri ištyrė bendrovės vadovų prekybą⁴⁶. Tyrimas atskleidė bendrovės vadovų atliktus manipuliavimo akcijų kaina veiksmus, kuriais buvo siekiama dirbtinai didinti akcijų kainą. Nepaisant pavadinimo, Pietų jūrų kompanijos neturėjo pelningos prekybos su Pietų Amerika. Bendrovės pajamas sudarė tik iš valstybės gaunamos lėšos. Atsižvelgiant į tai, teisinga akcijų vertė turėjo būti apie 150 £, o investuotojai skolinosi pinigus, kad galėtų už vieną akciją mokėti 1,000 £ sumą⁴⁷.

Tikrovės neatitinkančios ir klaidinančios informacijos skleidimas (manipuliavimas informacija) visų pirma siejamas su žymiuoju XIX a. atveju, kai, pasitelkus klaidinančius gandus apie karo pabaigą, didėjimo linkme buvo paveikta valstybės skolos vertybinių popierių kaina Londono biržoje. Įdomu pažymėti, kad, be šiuolaikinių informacinių sistemų galimybių, gandų skleidimas XIX a. pradžioje buvo gana sudėtingas, tačiau, kaip rodo istorija, – įmanomas. Taigi gerai žinomoje *R v De Berenger* byloje⁴⁸ 1814 m. anglų aristokratai sudarė susitarimą su *De Berenger*, kad pastarasis, apsimitęs Prancūzijos pareigūnu, pasirodytų Dovyryje su tikrovės neatitinkančia informacija apie Napoleono žūtį ir karo pabaigą. Kai *De Berenger* Anglijoje paskleidė džiugią, tačiau klaidingą naujieną, miesto finansų makleriai ir visuomenė pradėjo intensyviai pirkti valstybės skolos vertybinius popierius, šitaip gerokai padidino jų kainą, o gandus paskleidę aristokratų atstovai už nepagrįstai pakilusią kainą pelningai parduodavo turimus vertybinius popierius. Šioje byloje *De Berenger* ir septyni kiti asmenys buvo nuteisti už sąmokslą surengimą skleidžiant klaidingą informaciją ir šitaip dirbtinai keliant vertybinių popierių kainą⁴⁹.

1836 m. Didžiojoje Britanijoje prasidėjo geležinkelių karštligė. 1844 m. trys didžiausios geležinkelių bendrovės mokėjo 10 proc. dividendus, todėl visuomenės susidomėjimas šių bendrovių akcijomis sparčiai didėjo. Laikraščiai sistemingai spausdino naujų bendrovių prospektus, kurie skatino investuoti į naujas išleidžiamas akcijas⁵⁰. Žiniasklaidos priemonės iš prospektų skelbimo ir bendrovių reklamų gaudavo didelį pelną, todėl nebuvo suinteresuotos pateikti objektyvią informaciją. Spekuliantai, tarp

⁴² KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. Z. *Manias, Panics and Crashes. A history of Financial Crises*. Great Britain, Palgrave Macmillan. 2005, p. 162–167. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, A plume book, Penguin Group, 2000, p. 59–60.

⁴³ CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...> p. 62–63.

⁴⁴ KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. Z. *Manias, Panics and Crashes. A history of Financial Crises*. <...>, p. 168.

⁴⁵ CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...> p. 75.

⁴⁶ Ten pat, p. 87.

⁴⁷ Ten pat, p. 93–94.

⁴⁸ AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis*. <...> p. 122.

⁴⁹ BAZLEY, S. *Market Abuse Enforcement: Practice and Procedure*, <...> p. 6.

⁵⁰ XIX a. viduryje JAV buvo samdomi vaikai, kurie gatvėse klijuodavo skelbimus-prospektus su trumpu bendrovės perspektyvų aprašymu. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 170. Šiais laikais keliami griežti viešo vertybinių popierių siūlymo, prospekto rengimo ir paskelbimo reikalavimai. Lietuvoje šie reikalavimai įtvirtinti Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatyme.

kurių buvo ir politikų, tikėdamiesi užsidirbti iš akcijų kainų augimo, masiškai pasirašinėjo akcijų pirkimo sutartis neturėdami ketinimo jų įsigyti, nes kainai padidėjus tikėjosi parduoti savo teisę įsigyti akcijas. Visa tai kėlė akcijų kainas, tačiau tokiam augimui nebuvo objektyvaus pagrindo. Geležinkelių bendrovių manija buvo viena iš priežasčių, nulėmusių 1847 m. finansų krizės pradžią. Prasidėjus tyrimams, geležinkelių bendrovių vadovams buvo pateikti kaltinimai manipuliavimu rinka, prekyba vertybiniais popieriais remiantis viešai neatskleista informacija ir dividendų mokėjimu iš bendrovių kapitalo. Naudojimas viešai neatskleista informacija apie įmonių perėmimą ar susijungimą, slaptos akcijų emisijos ir neteisėtas jų pardavimas rinkoje, turėti atskirą fondą valdininkų ir parlamento narių kyšiams – buvo „įprasta“ to meto praktika. Klaidinti investuotojus taip pat buvo siekiama apgaulinga apskaita, t. y. buvo sudaromas tikrovės neatitinkantis įspūdis dėl bendrovės veiklos rezultatų⁵¹. Kitaip negu Didžioji Britanija, kitos valstybės ėmėsi priemonių, kad būtų išvengta nekontroliuojamos spekuliacijos geležinkelių bendrovių akcijomis ir piktnaudžiavimo rinka atvejų⁵².

Niujorke vertybinių popierių birža atsirado po JAV nepriklausomybės paskelbimo. Šioje biržoje nuo pat pradžių buvo atliekami tiek manipuliavimo rinka, tiek pasinaudojimo viešai neatskleista informacija veiksmai, jie sukeldavo garsių politinių skandalų. 1791 m. Iždo sekretorius William Duer, žinodamas viešai neatskleistą informaciją apie vyriausybės planus, pasinaudojo šia informacija sudarydamas sandorius dėl obligacijų. Tyrimo metu taip pat buvo nustatytas W. Duer atliktas manipuliavimas rinka, t. y. bandymas didėjimo linkme paveikti dviejų JAV bankų akcijų kainą. Šią schemą W. Duer finansavo iš vyriausybės lėšų. Minėti veiksmai sukėlė pirmąjį JAV vertybinių popierių biržos žlugimą ir tapo pagrindu valstybės iždo pareigūnams teisės aktais įsakmiai uždrausti prekybą vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija⁵³.

XIX a. ypač dažnu spekuliantų įrankiu tapo reikšmingo kiekio vertybinių popierių įgijimas siekiant daryti įtaką akcijų kainai (angl. *corner a market*). Šių veiksmų tikslas – įsigyti pakankamai vertybinių popierių, kad būtų galima paveikti vertybinių popierių kainą didėjimo linkme ir „pagauti“ tuos investuotojus, kurie užėmė trumpąją vertybinių popierių pardavimo poziciją, tikėdamiesi greitai laiku atpirkti atpigusias akcijas. Tokia taktika sukeldavo manipuliavimo rinka veiksmų⁵⁴. Piktnaudžiavimo rinka veiksmus aktyviai vykdė ir profesionalūs rinkos dalyviai, pavyzdžiui, finansų makleriai sudarydavo sandorius, kuriais siekė nustatyti klaidinančią akcijų kainą. Buvo skleidžiami investuotojus tikslingai klaidinantys gandai, jie buvo tokie dažni, kad daugelis investuotojų elgėsi priešingai, negu iš jų buvo tikimasi atsižvelgiant į gandy turinį. Mainais už viešai neatskleistą informaciją buvo spausdinami investuotojus klaidinantys straipsniai ir apgaulinga reklama⁵⁵. Nagrinėjamu laikotarpiu manipuliavimo rinka veiksmų nulemti pokyčiai buvo dažniausi. Teigiama, kad XIX a. buvo didesnių galimybių atlikti neteisėtus veiksmus, nes vertybinių popierių rinkos buvo nelikvidžios⁵⁶. 1903 m.

⁵¹ CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 129–148.

⁵² Kai 1844 m geležinkelių bendrovių manija netikėtai prasidėjo Prūsijoje, vyriausybė greitai reagavo: pasmerkė spekuliaciją, uždraudė pasirinkimo ir ateities sandorius, atsisakė tvirtinti naujas nepagrįstas geležinkelių linijas. Pats ekstremaliausias vyriausybės intervencijos pavyzdys buvo Belgijoje, kai valstybė pati ėmėsi konstruoti ir valdyti nacionalinę geležinkelių sistemą. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost*. <...>, p. 148–149.

⁵³ LOUNSBURY, M.; HIRSCH, P. M. *Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis*, Part B, Emerald Group Publishing Limited, 2010, p. 219–221.

⁵⁴ Panašų populiarumą JAV įgavo ir paskolų teikimas kaip užstatą pateikiant vertybinius popierius. Nors tokios paskolos Amsterdame egzistavo nuo pat XVII a. pradžios, tačiau Niujorko biržoje jos pradėjo dominuoti precedento neturinčiu mastu. Niujorko bankai teikė paskolas finansų makleriams, kurie kaip užstatą pateikdavo savo klientų vertybinius popierius. Bankas bet kada galėjo pareikalauti grąžinti savo lėšas. Kai rinkoje vertybinių popierių, kurie buvo pateikti kaip užstatas, kaina krisdavo, finansų makleris iš kliento reikalavdavo papildomų įnašų ir, jeigu reikalavimas nebuvo vykdomas, vertybiniai popieriai buvo parduodami rinkoje. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 156–159.

⁵⁵ Ten pat, p. 172–173.

⁵⁶ BAZLEY, S. *Market Abuse Enforcement: Practice and Procedure*. Bloomsbury Professional Limited, Maxwellton House, 2013, p. 5.

maždaug vienas trečdalis Niujorko biržoje vykusios prekybos vertybiniais popieriais buvo manipulavimo rinka rezultatas⁵⁷.

Kitas istoriškai svarbus finansų rinkų įvykis – 1929 m. JAV rinkų žlugimas ir dešimtmetį trukusios Didžiosios depresijos pradžia⁵⁸. Nuo 1924 m. vertybinių popierių kainos nuolat didėjo⁵⁹, o paskolos buvo pigios⁶⁰. JAV federalinio rezervų bankas skolino už 5 proc. palūkanas, šia galimybe intensyviai naudojosi Niujorko komerciniai bankai, kurie pasiskolintą kapitalą skirdavo akcijų biržai, kurioje buvo galima uždirbti 12 proc. investicinę grąžą. 1928 m. spekuliacijų mastas buvo kaip niekada didelis. Daugelis bendrovių vietoj verslo plėtros ir produkcijos gamybos pasirinko mažiau išteklių ir pastangų reikalaujanti pinigų uždirbimo būdą – spekuliaciją vertybinių popierių biržoje⁶¹.

Greito pelno siekimas padidino piktnaudžiavimo rinka atvejų skaičių. 1929 m. Niujorko biržoje buvo manipuluojama daugiau negu šimtu įvairių bendrovių akcijų kainomis, su šiais veiksmais taip pat buvo susiję ir biržos nariai arba jų partneriai, t. y. profesionalūs rinkos dalyviai⁶². Manipuliacijos rinka schemos buvo įvairios, tačiau dažniausiai, pasitelkus sutartinai veikiančius asmenis, buvo siekiama paveikti akcijų kainą didėjimo linkme. Tokiu būdu buvo sudaromas klaidinamas įspūdis apie tikrąją akcijų vertę ir, siekiant užtikrinti tolesnį akcijų kainų kilimą, buvo siekiama paskatinti investuotojus įsigyti tam tikras akcijas⁶³.

Perdėti investuotojų lūkesčiai dėl akcijų kainų nuolatinio augimo, masinis akcijų pirkimas už pasiskolintas lėšas, komercinių bankų netinkamai valdoma rizika ir piktnaudžiavimo rinka schemos lėmė neišvengiamus neigiamus padarinius – 1929 m. spalio 24 d. Niujorko vertybinių popierių biržoje akcijų kainos pradėjo drastiškai kristi, prasidėjo akcijų biržos griūtis⁶⁴. Įdomu pažymėti, kad stipri savižudybių banga JAV – 1929 m. rinkų žlugimo istorijos dalis⁶⁵.

⁵⁷ CONSTABLE, P. Ferocious beast or toothless tiger? The regulation of stock market manipulation in Australia. *Macquarie Journal of Business Law, MqJBL* (2011) 2011, Vol. 8, p. 54–110, p. 62.

⁵⁸ GALBRAITH, J. K. *The Great Crash 1929*, Mariner books Houghton Mifflin Harcourt. Boston, New York, 2009, p. 18.

⁵⁹ Akcijų kainos didėjo tris kartus greičiau negu pačių bendrovių pajamos. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 211.

⁶⁰ JAV 1913 m. buvo įsteigta Federalinė rezervų sistema. Federalinis rezervas turėjo galią kontroliuoti palūkanų normą ir vykdyti atviros rinkos operacijas. 1920 m. Federalinis rezervas buvo įvertintas kaip priemonė kovoti su akcijų bumais ir akcijų kainų kritimais. Šios permainos tiek bankams, tiek spekuliantams suteikė nepagrįstą saugumą, kuris nulėmė netinkamą rizikos vertinimą. 1920 m. vyko masinė vartojimo kreditų plėtra. 1929 m. spalį finansų maklerių ir bankų paskolos investuotojams pasiekė 16 milijonų dolerių ir tai sudarė 18 proc. visų bendrovių, kurių akcijomis prekiaujama biržoje, kapitalizacijos. Federalinis rezervas, kuris sumažindamas palūkanų normas turėjo suvaldyti paniką, tačiau, atvirkščiai, prisidėjo prie 1925 m. bumo sukūrimo. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 192–199.

⁶¹ GALBRAITH, J. K. *The Great Crash 1929*, <...>, p. 22.

⁶² CONSTABLE, P. Ferocious beast or toothless tiger? The regulation of stock market manipulation in Australia. *Macquarie Journal of Business Law, MqJBL* 2011, Vol. 8, p. 54–110, p. 62.

⁶³ GALBRAITH, J. K. *The Great Crash 1929*, <...>, p. 79.

⁶⁴ 1929 m. spalio 29 d. įvardijama kaip labiausiai sukrečianti diena Niujorko akcijų biržos istorijoje: didžiulis kiekis pavedimų parduoti akcijas ir nė vieno pavedimo pirkti. Pačioje Niujorko biržoje vyravo viltis, kad situaciją gali pataisyti laikinas biržos uždarymas, nes vyravo įtampa, nuovargis ir nusivylimas, buvo daroma klaidų, daugelui bendrovių reikėjo laiko įvertinti, ar jos yra mokios. Tačiau buvo baiminamasi, kad laikinas biržos uždarymas gali pakirsti paskutinį pasitikėjimą vertybinių popierių rinka. 1929 m. Niujorko birža beveik nebuvo reguliuojama nei valstijos, nei federalinės valdžios, sprendimą uždaryti biržą turėjo priimti beveik keturiasdešimties asmenų valdybos komitetas. Toks susitikimas galiausiai įvyko spalio 29 d., buvo nuspręsta trumpinti biržos darbo valandas ir turėti papildomų ne darbo dienų. GALBRAITH, J. K. *The Great Crash 1929*, <...>, p. 108–118.

⁶⁵ Niujorko vertybinių popierių biržos apylinkėse iš viešbučių langų šokdavo dideles pinigų sumas praradę klientai. KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. Z. *Manias, Panics and Crashes. A history of Financial Crises*. <...>, p. 173. Tačiau legenda apie minėto laikotarpio savižudybių mastą yra smarkiai perdėta. Remiantis statistika, JAV savižudybių skaičius augo dar iki 1929 m., šis skaičius didėjo ir 1929 m. (tačiau nebuvo išskirtinis), vėliau labai padidėjo 1930–1932 metais,

1932 m. pavasarį senato bankų ir valiutos komitetas pradėjo tyrimą dėl Niujorko biržoje nuo 1929 m. vykdytos veiklos. Nustatyta nemažai pažeidimų: manipulavimas rinka, palankių sąlygų sudarymas viešai neatskleistą informaciją žinančių asmenų prekybai, mokesčių vengimas, sukčiavimas, taip pat netinkama atlyginimų sistema, kuri finansų rinkų srities atstovus skatino prisiimti nepagrįstą riziką⁶⁶. 1929 m. įvykiai išryškino svarbias ekonomikos problemas⁶⁷. Po vertybinių popierių rinkos žlugimo ir prasidėjus Didžiajai depresijai, investuotojai prarado pasitikėjimą finansų rinkomis, o jis yra būtinas, norint, kad ekonomika sėkmingai funkcionuotų⁶⁸.

Reikia pažymėti, kad ES piktnaudžiavimo rinka reguliavimo ištakų turėtų būti ieškoma būtent kitapus Atlanto, nes JAV veiksminga kova su piktnaudžiavimu rinka prasidėjo daug anksčiau negu Europoje. Kai kurių autorių teigimu, dabartinis ES piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas yra panašus į tą, kuris JAV buvo prieš 30 metų. Dabartiniai ES ir JAV piktnaudžiavimo rinka režimų principai yra skirtingi ir daugeliu atvejų veiksmai, kurie ES laikomi pažeidžiančiais teisės aktus, nėra uždrausti JAV⁶⁹. JAV piktnaudžiavimo rinka draudimams atsirasti turėjo didelę įtaką Didžiosios Britanijos praktika. Reguliavimas iš pradžių atsirado atskirose valstijose ir tik vėliau, po 1929 m. rinkų žlugimo, buvo įtvirtintas federaliniu lygiu 1933 m. Vertybinių popierių įstatyme (angl. *Securities Act*) ir 1934 m. Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatyme (angl. *Securities Exchange Act*)⁷⁰.

XX a. pabaigoje piktnaudžiavimo rinka veiksmai taip pat buvo dažni Japonijoje. Su neteisėtais veiksmais buvo susiję įvairūs visuomenės atstovai⁷¹. Po bendrovės *Recruit Cosmos* skandalo paaiškėjo Japonijos politikų padaryti piktnaudžiavimo rinka veiksmai, t. y. buvo nustatyta prekyba bendrovės akcijomis naudojantis viešai neatskleista informacija, kurią politikams atskleidė bendrovės vadovas. Mainais už palankių įstatymų priėmimą politikams taip pat buvo mokami kyšiai. 1989 m. maždaug 50 politikų, valdininkų, verslininkų ir žurnalistų buvo įtraukti į *Recruit Cosmos* skandalą. Tai buvo didžiausias politinis ir finansų rinkų skandalas pokario Japonijoje⁷².

Japonijoje piktnaudžiavimas rinka įgavo didelį mastą ir turėjo įtakos visai vertybinių popierių rinkai. Taip vadinamasis Didysis ketvertas (angl. *Big Four*) – didžiausios Japonijos finansų maklerių kontoros (*Nomura, Daiwa, Yamaichi* ir *Nikko Securities*) periodiškai gaudavo nurodymų paveikti tam tikrų bendrovių akcijų kainas. Didysis ketvertas sistemingai manipuliavo informacija. Pavyzdžiui, buvo paskleisti gandai, kad bendrovė *Nippon Meat Packer* iš vištos tulžies išgavo priemonę, kuri turėtų būti veiksminga kovojant su žmogaus imunodeficitu virusu. Po informacijos paskleidimo bendrovės akcijų kaina labai pakilo. Nustatyta, kad finansų maklerių įmonė *Daiwa Securities* paskleidė klaidin-

kai rinkų žlugimas jau tapo istorija. Taigi 1929 m. pagal savižudybių skaičių nebuvo išskirtiniai nei visoje šalyje, nei Niujorke. GALBRAITH, J. K. *The Great Crash 1929*, <...>, p. 128–130.

⁶⁶ CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 221.

⁶⁷ Paaiškėjo tokia problema, kaip antai silpna bankų sistema, kuri „pasidavė“ bendrai visuomenės nuotaikai ir nesugebėjo tinkamai valdyti rizikos. Priešingai nei viešame pareiškime teigė stambių korporacijų vadovai, 1929 m. verslas nebuvo stabilus, o ekonomika buvo gana trapi. GALBRAITH, J. K. *The Great Crash 1929*, <...>, p. 177–187.

⁶⁸ CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 224–225.

⁶⁹ SEREDYNSKA, I. *Insider Dealing and Criminal Law*, <...>, p. 36.

⁷⁰ CONSTABLE, P. *Ferocious Beast or Toothless Tiger? The Regulation of Stock Market Manipulation in Australia*, *Macquarie Journal of Business Law*, 2011, Vol. 8, p. 65–66. SEREDYNSKA, I. *Insider Dealing and Criminal Law*, <...>, p. 37.

⁷¹ Japonija – kalnų šalis, kur dirbamos žemės yra mažai. Tikėdami, kad žemės kaina tik augs, Japonijos bankai teikė paskolas už žemės užstatą. Žemės vertės didėjimas tapo skatuliu, kuris lėmė didelį kreditų teikimo mastą. 1980 m. Japonijos bendrovės taip pat skolinosi iš bankų, kad finansuotų savo spekuliacijas vertybinių popierių biržoje. Akcijų kainos greitai didėjo, nors bendrovių pelnas mažėjo. Per penkerius metus iki 1990 m. kovo mėnesio bankų paskolos išaugo iki 96 trilijonų jenų. Teikiamos paskolos dvigubai viršijo užstato vertę. Pirkėjai buvo priversti imti kelių kartų (angl. *generation*) paskolas – daugiau negu šimto metų trukmės. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 289–301.

⁷² CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 298–299.

gus gandas, neva bendrovės išrasti vaistai greitai bus patvirtinti JAV maisto ir vaistų administracijoje; prieš tai minėta finansų maklerio įmonė įsigijo apie 18 mln. bendrovės *Nippon Meat Pacher* akcijų, kurias tikėjosi parduoti už pakilusią kainą. Žurnalas *Far Eastern Economic Review* nustatė, kad Tokijo vertybinių popierių birža buvo labiausiai spekuliatyvi ir manipuliuojama rinka toleruojanti birža⁷³.

Nepaisant greito Japonijos finansų rinkos augimo, atsižvelgiant į tai, kad rinka veikė nesąžiningai, smulkieji investuotojas naudos gavo mažai. Prekyba akcijų biržoje buvo pelninga tik asmenims, turintiems viešai neatskleistą informaciją, taip pat privilegijuotiems klientams – politikams, bankų vadovams, verslininkams ir nusikalstamo pasaulio atstovams, nes minėti subjektai buvo iš anksto informuojami, kurių bendrovių akcijų kainai bus daroma dirbtinė įtaka. Reikia pažymėti, kad tuo metu Japonijoje jau galiojo piktnaudžiavimo rinka draudžiantys teisės aktai, tačiau, kaip rodo praktika, jų įgyvendinimas nebuvo veiksmingas⁷⁴.

Japonijos vertybinių popierių rinkos žlugimas nebuvo staigus. Iki 1990 m. sausio pabaigos Tokijo biržos indeksas *Nikkei* nukrito 2 000 punktų. 1990 m. vasarą buvo atkreiptas dėmesys į didelį korupcijos mastą, nustatyti sisteminiai veiksmai naudojantis viešai neatskleista informacija ir manipuliuojant rinka. Laisvės atėmimo baudmės buvo plačiai taikomos tiek finansų rinkos, tiek mažai su ja susijusiems atstovams. Nors dar 1998 m. Tokijo biržoje buvo prekiaujama maždaug 70 užsienio bendrovių akcijomis, dėl nesąžiningų prekybos sąlygų Tokijo birža užsienio bendrovėms tapo nepatraukli ir kai kurios bendrovės nutraukė savo listingavimąsi⁷⁵.

Mūsų laikų didžiausi ir garsiausi sukčiavimo ir piktnaudžiavimo rinka atvejai, manipuliuojamas rinka, kuris sukeldavo intensyvią viešai neatskleistą informaciją žinančių asmenų prekybą, įvyko JAV⁷⁶ ir sukėlė daug diskusijų apie netinkamą bendrovių valdymą ir apgaulingos apskaitos tvarkymą, dėl kurių investuotojai buvo klaidinami ir patyrė didelių nuostolių. Vienas iš ryškiausių pavyzdžių – vienas iš didžiausių JAV energetikos bendrovių, *Enron* korporacijos, žlugimas 2001 m.⁷⁷ *Enron* finansiniai rezultatai nuo 1997 m. iki 2001 m. buvo stambiu mastu klastojami, nuostoliai slepiami ir sudaroma neva gaunamo didelio pelno iliuzija, todėl investuotojams buvo sukeliamas klaidinamas įspūdis apie *Enron* korporacijos tikrąją finansinę padėtį. Iš esmės buvo manipuliuojama bendrovės apskaita⁷⁸. Tyrimo metu taip pat nustatytas *Enron* vadovų naudojimas viešai neatskleista informacija⁷⁹. Įdomu pažymėti, kad metus iki žlugimo *Enron* buvo septinta pagal rinkos kapitalizaciją⁸⁰ korporacija JAV ir autoritetingi leidiniai šią bendrovę vertino ypač palankiai. Niekas neįtarė, kokios iš tikrųjų buvo bendrovės situacija⁸¹. Remiantis gerąja bendrovių valdymo praktika, *Enron* valdymo struktūra, kurią sudarė nepriklausomi asmenys, buvo nepriekaištinga, tačiau teoriškai gerai sudėlioti reikalavimai netiko praktikoje⁸². Atskleidus sukčiavimo faktą, *Enron* akcijos visiškai nuvertėjo, tai buvo vienas

⁷³ CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 303–305.

⁷⁴ Ten pat, p. 305–306.

⁷⁵ Ten pat, p. 318–322.

⁷⁶ JAV draudimai manipuliuoti rinka ir naudotis viešai neatskleista informacija ilgą laiką buvo įtvirtinti tiek administracinėje (angl. *regulatory*), tiek baudžiamojoje teisėje. Skirtingos atsakomybės nustatymas yra efektyvus būdas lankščiai taikyti nustatytus draudimus ir greitai prisitaikyti prie nuolat besikeičiančios finansų rinkos, kurioje atsiranda naujų piktnaudžiavimo rinka formų. SWAN, E. J.; VIRGO, J. *Market abuse regulation*, <...>, p. 5.

⁷⁷ AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis*. <...>, p. 93–94.

⁷⁸ ERIKSSON, K. *Corporate Governance in the European Union Post-Enron*, *Bond Law review*, 2003, vol. 15, p. 183–184.

⁷⁹ KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. Z. *Manias, Panics and Crashes*. <...>, p. 152–155.

⁸⁰ Kapitalizacija parodo sumą, kurią investuotojas turėtų sumokėti, norėdamas rinkoje įsigyti bendrovę, t. y. bendrovės rinkos kainą. Kapitalizacija skaičiuojama akcijų skaičių dauginant iš akcijos rinkos kainos.

⁸¹ BRANSON, D. M. *Enron – When All Systems Fail: Creative Destruction or Roadmap to Corporate Governance Reform?* Villanova University School of Law's, *Law Review Symposium Issue*, 2003, vol. 48, no. 4, p. 989–999.

⁸² ERIKSSON, K. *Corporate Governance in the European Union Post-Enron*, *Bond Law review*, 2003, vol. 15, p. 187.

iš didžiausių bankrotų JAV istorijoje. *Enron* korporacijos vadovams tarp kitų kaltinimų padarytais finansiniais nusikaltimais buvo pateikti kaltinimai ir pasinaudojus viešai neatskleista informacija, kai kuriems vadovams buvo skirtos laisvės atėmimo bausmės⁸³.

Kitas atvejis – bendrovės *Tyco International Ltd.* skandalas, kuris atskleidė, kad bendrovės vadovai ir vyriausiasis finansininkas pasisavino iš bendrovės šimtus milijonų JAV dolerių. Minėtiems asmenims JAV teismai skyrė griežtas bausmes – 25 metus nelaisvės ir dideles pinigines baudas. Dėl skandalo bendrovė prarado 2/3 savo rinkos vertės. Pažymėtina, kad neatsakingą ir nusikalstamą bendrovės valdymą, nulėmusį bendrovės akcijų nuvertėjimą, buvo galima nuspėti iš to, kad prieš neteisėtų veiksmų nustatymą bendrovės vadovai pardavė didelį kiekį turimų valdomos bendrovės akcijų⁸⁴. Ši aplinkybė patvirtina, kad bendrovės vadovų sudaromi sandoriai teisės aktų nustatyta tvarka turi būti kuo skubiau viešai atskleidžiami⁸⁵.

Dar vienas ryškus atvejis – antra pagal dydį JAV telekomunikacijų bendrovė *Wordcom*, kuri suklaidino investuotojus dėl bendrovės tikrosios finansinės padėties, nes apgaulingai tvarkydama apskaitą nuslėpė bendrovės patiriamus didelius nuostolius. Taip pat buvo nustatyta, kad bendrovė manipulavo informacija, nes periodiškai viešai teikė klaidinamus ir tikrovės neatitinkančius pranešimus apie bendrovės finansinę padėtį. *Wordcom* bankrutavo 2002 m. ir tapo netgi didesniu žlugimu JAV verslo istorijoje negu *Enron* skandalas⁸⁶.

Plataus masto sukčiavimas ir piktnaudžiavimas rinka nulėmė poreikį stiprinti teisinį reglamentavimą abiejose Atlanto pusėse, ypač JAV. Dėl šių priežasčių 2002 m. priimtas JAV Sarbanes-Oxley aktas⁸⁷, sugriežtinęs finansų rinkų reguliavimą, ypatingas dėmesys skirtas bendrovių vadovų atliekamų veiksmų priežiūrai⁸⁸. Europoje 1999 m. atsirado Finansinių paslaugų veiksmų planas (angl. *Financial Service Action Plan*), kuriuo pagrindiniai tikslai buvo šie: finansų rinkos integralumas; efektyvus reguliavimo problemų sprendimas, tarp jų ir tarpvalstybinio piktnaudžiavimo rinka, bendros integruotos ir efektyvios ES finansų rinkos sukūrimas⁸⁹. Nuo laisvo finansinių paslaugų teikimo buvo siekiama

⁸³ Pagrindinės *Enron* žlugimo priežastys: 1) *Enron* valdyba nebuvo nepriklausoma; 2) *Enron* auditorius nepateikė visos informacijos valdybai ir priežiūros institucijai apie apskaitos problemas, nes didelis užmokestis už teikiamas konsultacijas sukompromitavo auditoriaus objektyvumą; 3) *Enron* darbuotojų kompensacinis ir premijų mechanizmas buvo grindžiamas trumpalaikių rezultatų siekimu. *Enron* žlugimas paskatino JAV Sarbanes-Oxley akto, kuris nustatė griežtus tinkamo bendrovių audito atlikimo reikalavimus, priėmimą. AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis.* Oxford University Press, 2005, p. 93–94.

⁸⁴ SRINIVASAN, S.; SESIA, A. *The Crisis at Tyco – A Director’s Perspective, Harvard Business School Case, 111-035, 2011.* KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. Z. *Manias, Panics and Crashes.* <...> 2005, p. 157.

⁸⁵ Lietuvos ir ES teisės aktai emitento vadovams ir su jais glaudžiai susijusiems asmenims nustato pareigą viešai skelbti pranešimus apie sudaromus sandorius dėl vadovaujamos bendrovės vertybinių popierių. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymo 62 straipsnio 4 dalis ir Lietuvos banko valdybos 2013 m. vasario 28 d. nutarimu nr. 03-51 patvirtintos Emitento vadovų pranešimų apie sandorius dėl emitento vertybinių popierių taisyklės, *Valstybės žinios*, 2013, nr. 124-6369.

⁸⁶ KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. Z. *Manias, Panics and Crashes.* <...> p. 155–157.

⁸⁷ 2002 m. priimtas JAV federalinis įstatymas yra labai platus ir tarptautinė bendruomenė, ypač ES, išreiškė susirūpinimą dėl įstatymo taikymo už JAV ribų. Kol kas tarpvalstybinis šio dokumento taikymas nėra iki galo aiškus. JAV priežiūros institucija deklaravo, kad Aktas yra taikomas visoms užsienio bendrovėms, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama arba kurios užregistruotos JAV. Akto priėmimo metu JAV biržose buvo prekiaujama maždaug 1 300 užsienio bendrovių vertybiniais popieriais. Dauguma ES didžiausių bendrovių turi dvigubą listingavimąsi (angl. *dual-listing*). SWAN, E. J.; VIRGO, J. *Market abuse regulation,* <...>, p. 245–247.

⁸⁸ Problemą buvo bandoma spręsti dideliu valdybos narių skaičiumi, pavyzdžiui, bendrovė „General Motors“ vienu metu turėjo 27 asmenų direktorių valdybą, kuri trukdė bendrovės valdymo efektyvumui. Sarbanes-Oxley aktas taip pat įpareigojo teisininkus pranešti iš pradžių bendrovės atsakingiems atstovams, vėliau audito komitetui arba direktorių valdybai, jeigu jiems tampa žinoma apie vertybinių popierių įstatymų pažeidimus.

⁸⁹ AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis.* <...>, p. 245.

pereiti prie bendros ES finansų rinkos, atsirado Piktnaudžiavimo rinka direktyva 2003/6/EB ir ją įgyvendinančios antro lygio priemonės.

Vienas iš ryškiausių XX a. pabaigos manipuliavimo informacija atvejų – 1997 m. Kanados bendrovės *Bre-X* padarytas manipuliavimas informacija. Bendrovė *Bre-X* pasaulio finansų spaudoje sistemingai skleidė tikrovės neatitinkančią naujieną apie Indonezijoje neva atrastą vieną didžiausių pasaulyje aukso telkinių. Po melagingų naujienų paskelbimo bendrovės akcijų kaina pakilo iki neregėtų aukštumų⁹⁰, tačiau kai tapo žinomas šios informacijos klaidingas pobūdis, bendrovės akcijų kaina ėmė kristi taip greitai, kad atsirado didelių technologinių sutrikimų Toronto vertybinių popierių biržos kompiuterinėje sistemoje⁹¹.

Dėl straipsnio apimčiai keliamų reikalavimų šiame darbe aptarta tik dalis jau istorinių piktnaudžiavimo rinka atvejų. Tačiau minėtų veiksmų gausa pasižymi ir XXI amžius. Negalima nepaminėti vieno iš paskutiniųjų piktnaudžiavimo rinka atvejų. 2014 m. lapkričio 12 d. Didžiosios Britanijos priežiūros institucija (angl. *Financial Conduct Authority*) paskelbė apie didžiausią priežiūros institucijos istorijoje paskirtą 1,7 mlrd. JAV dolerių baudą už bandymą manipuluoti užsienio valiutos rinkomis. Nustatyta, kad neteisėtus veiksmus padarė penki bankai „Citibank N.A.“, „HSBC Bank Plc“, „JPMorgan Chase Bank“, „The Royal Bank of Scotland Plc“ ir „UBS AG“. Minėti bankai neteisėtais tikslais naudojami ir dalijosi konfidencialia su klientais ir jų veiksmis susijusia informacija ir bandė manipuluoti užsienio valiutų kursais. Manipuliavimo rinka veiksmai galėjo turėti ypač plataus masto neigiamą padarinių, nes užsienio valiutų rinka yra viena iš didžiausių ir likvidžiausių rinkų pasaulyje, jos dienos apyvarta apie 5,3 trln. JAV dolerių, ir šios rinkos kainas naudoja viso pasaulio įmonės⁹². Šis pavyzdys, atsižvelgiant į šių laikų technologines galimybes, gerai atspindi tiek piktnaudžiavimo rinka veiksmų išsivystymo lygį, tiek neigiamų veiksmų mastą, palyginti su ankstesnio istorinio laikotarpio praktika.

Išvados

1. Piktnaudžiavimas rinka – neteisėti veiksmai finansų rinkoje, kuriais pažeidžiamas įprastas ir sąžiningas finansų rinkos funkcionavimas. Atsižvelgiant tiek į teisės aktų nuostatas, tiek į istorinę piktnaudžiavimo rinka veiksmų analizę, pagrindinės piktnaudžiavimo rinka formos: pasinaudojimas viešai neatskleista informacija ir manipuliavimas rinka. Pastarasis gali būti skirstomas į prekybos veiksmis grindžiamą manipuliavimą rinka ir manipuliavimą informacija.
2. Piktnaudžiavimo rinka veiksmai atsirado kartu su prekyba vertybiniais popieriais. Vystantis finansų rinkoms, tobulėjo ir piktnaudžiavimo rinka schemas, kurios lėmė vis didesnių neigiamų padarinių atsiradimą, ir dažnai buvo viena iš svarbesnių priežasčių, lėmusių finansų rinkų žlugimą ir finansų krizių pradžią. Manipuliavimas informacija istoriškai atsirado anksčiau negu prekybos veiksmis pagrįstas manipuliavimas rinka. Manipuliavimo informacija veiksmai ypač dažnai buvo atliekami pasitelkiant klaidinančių ir (ar) tikrovės neatitinkančių gandų skleidimo įrankį. Piktnaudžiavimo rinka ir kiti nesąžiningi veiksmai finansų rinkose nulėmė finansų rinkų srities reglamentavimo nuolatinį griežtinimą.

⁹⁰ Bendrovės akcijų kaina padidėjo nuo kelių centų iki 280 Kanados dolerių, tad bendrovė buvo įvertinta 7 milijonais Kanados dolerių. Bendrovė tariamai atrado du šimtus milijonų uncijų aukso savo Indonezijos kasyklose. Kovo pabaigoje bendrovės geologas mirė Borneo džiunglėse. Bendrovė greitai žlugo po to, kai auditoriai paskelbė ataskaitą, kurioje pasmerkė, kaip jie pavadino „istorijoje dar nebuvusį kasybos veiklos sukčiavimo precedentą“. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*, <...>, p. 189.

⁹¹ AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis*. <...>, p. 123.

⁹² UK Financial Conduct Authority, News, FCA fines five banks £1.1 billion for FX failings and announces industry-wide remediation programme [interaktyvus. Žiūrėta 2014 m. lapkričio 18 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.fca.org.uk/news/fca-fines-five-banks-for-fx-failings#>>.

3. Ilga piktnaudžiavimo rinka veiksmy istorija rodo, kad minėti veiksmai atliekami sistemingai ir neigiamai veikia finansų rinkos funkcionavimą, dėl šių veiksmy prarandamas pasitikėjimas finansų rinka, o tai reiškia, kad nuolat mažinamas rinkos efektyvumas ir likvidumas. Atsižvelgiant į tai, manytina, griežtas suderintas ES požiūris į piktnaudžiavimo rinka reiškinį iš istorinės perspektyvos yra pagrįstas ir logiškas. Tačiau Japonijos pavyzdys rodo, kad svarbu ne tik įtvirtinti piktnaudžiavimo rinka veiksmus draudžiančius reikalavimus teisės aktuose, bet ir tinkama šių reikalavimų priežiūra ir veiksmingas teisinės atsakomybės taikymas.

LITERATŪRA

Lietuvos ir ES teisės aktai

1. Lietuvos Respublikos Konstitucija (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*. 1992, nr. 33-1014.
2. Lietuvos Respublikos baudžiamasis kodeksas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*. 2000, nr. 89-2741.
3. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*, 2007, nr. 17-627; 2011, nr. 145-6818.
4. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*. 2007, nr. 17-626; 2011, nr. 145-6819.
5. Europos Parlamento ir Tarybos 2003 m. sausio 28 d. direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka) (OL, 2004 L 96, p. 367).
6. Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. balandžio 16 d. reglamentas (ES) nr. 596/2014 dėl piktnaudžiavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka reglamentas) ir kuriuo panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB ir Komisijos direktyvos 2003/124/EB, 2003/125/EB ir 2004/72/EB (OJ L 173, 12/062014).
7. Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. balandžio 16 d. direktyva 2014/57/ES dėl baudžiamųjų sankcijų už manipuliavimą rinka (manipuliavimo rinka direktyva) (OJ L 173/179).
8. Lietuvos banko valdybos 2013 m. vasario 28 d. nutarimu nr. 03-46 patvirtintos Viešai neatskleistos informacijos konfidencialumo užtikrinimo ir atskleidimo taisyklės, *Valstybės žinios*, 2013, nr. 25-1253.
9. Lietuvos banko valdybos 2013 m. vasario 28 d. nutarimu nr. 03-51 patvirtintos Emitento vadovų pranešimų apie sandorius dėl emitento vertybinių popierių taisyklės, *Valstybės žinios*, 2013, nr. 124-6369.

Specialioji literatūra

10. ALEXANDER, R. C. H. *Insider dealing and Money laundering in the EU – Law and Regulation*, Ashgate Publishing, 2007.
11. AVGOULEAS, E. *The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis*. Oxford University Press, 2005.
12. BAZLEY, S. *Market Abuse Enforcement: Practice and Procedure*, Bloomsbury Professional Limited, Maxwellton House, 2013.
13. BRANSON, D. M. Enron – When All Systems Fail: Creative Destruction or Roadmap to Corporate Governance Reform? Villanova University School of Law's, Law Review Symposium Issue, vol. 48, no. 4, 2003, p. 989–999.
14. CHANCELLOR, E. *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*. A plume book, Penguin Group, 2000.
15. CONSTABLE, P. Ferocious Beast or Toothless Tiger? The Regulation of Stock Market Manipulation in Australia, *Macquarie Journal of Business Law*, 2011, vol. 8.
16. CROALL, H. Who is the White-collar criminal? *British Journal of Criminology*, 1989, vol. 29, no. 2, p. 157–174.
17. ERIKSSON, K. Corporate Governance in the European Union Post-Enron, *Bond Law review*, 2003, vol. 15, p. 183–184.
18. GOLDGAR, A. *Tulipmania: Money, Honor, and Knowledge in the Dutch Golden Age*, University of Chicago Press, 2007.
19. GALBRAITH, J. K. *The Great Crash 1929*. Mariner books Houghton Mifflin Harcourt, Boston, New York, 2009.
20. KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. Z. *Manias, Panics and Crashes. A history of Financial Crises*. Great Britain, Palgrave Macmillan, 2005.
21. LOUNSBURY, M.; HIRSCH, P. M. *Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis*, Part B, Emerald Group Publishing Limited, 2010.

22. MINENNA, M. A Supervisory Perspective on Insider Trading: Estimating the Value of the Information. *Social Science Research Network*, 2000, p. 1–32.
23. SEREDYNSKA, I. *Insider Dealing and Criminal Law, Dangerous Liaisons*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2012.
24. SIEMS, M. M. The Foundation of Securities Law, *European Business Law review*, 2009, vol. 20, p. 141–171.
25. SRINIVASAN, S.; SESIA, A. The Crisis at Tyco – A Director’s Perspective, *Harvard Business School Case*, 2011, 111-035.?
26. SODERSTOM, R. Regulating Market Manipulation, An Approach to designing Regulatory Principles. *Uppsala Faculty of Law Working Paper*, 2011.
27. STOUT, L. A. The investor confidence game, *Social Science Research Network*, UCLA School of Law, *Research Paper No. 02-18*.
28. SWAN, E. J.; VIRGO, J. *Market abuse regulation*. Oxford University Press, Second Edition, 2010.
29. THOMPSON, E. A. The Tulipmania: Fact or Artifact? *Public Choice Journal*, Vol. 130, No. 1–2, Jan 2007, p. 99–114.

Teismų praktika

30. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2009 m. rugsėjo 28 d. nutartis administracinėje byloje *UAB DK „PZU Lietuva“ prieš Vertybinių popierių komisiją*, nr. A⁵⁵⁶–1035/2009.
31. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. kovo 15 d. sprendimas administracinėje byloje nr. I-14-142/2010.
32. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2009 m. spalio 22 d. sprendimas administracinėje byloje nr. I-1896-789/2009.

Kiti šaltiniai

33. Investigating and Prosecuting Market Manipulation, IOSCO Report, May, 2000.
34. Technological Challenges to Effective Market Surveillance, Issues and Regulatory Tools, IOSCO Consultation Report, August, 2012.
35. Financial Service Authority, UK FSA Scale and Impact of Financial Crime Project, proposed framework for generating data in a comparative manner, *Social Science Research Network*, 2009.
36. Market Abuse Directive – Level 3 – second set of European Securities Regulators guidance and information on the common operation of the Directive (CESR/06-562b).
37. UK Financial Conduct Authority, News, FCA fines five banks £1.1 billion for FX failings and announces industry-wide remediation programme. [interaktyvus. Žiūrėta 2014 m. lapkričio 18 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.fca.org.uk/news/fca-fines-five-banks-for-fx-failings#>>.

A HISTORICAL OVERVIEW OF MARKET ABUSE IN THE CONTEX OF TRADING IN SECURITIES

Oksana Fruzerova

S u m m a r y

Article begins with an analysis of market abuse definition. Two main forms of market abuse: insider trading and market manipulation, are being discussed. Subsequently the article analysis historical development of market abuse in different world’s financial markets. The most prominent examples of insider trading and market abuse, that occurred worldwide on financial markets of some European countries, USA, Canada and Japan, are being presented.

Įteikta 2014 m. lapkričio 19 d.

Priimta publikuoti 2015 m. sausio 28 d.