

VILNIUS UNIVERSITY

OKSANA FRUZEROVA

**THE CONTENT OF THE PROHIBITION OF MARKET ABUSE AND
PROBLEMATIC ASPECTS OF ADMINISTRATIVE AND CRIMINAL
LIABILITY FOR INFRINGEMENT OF THIS PROHIBITION**

Summary of doctoral dissertation

Social sciences, law (01 S)

Vilnius, 2018

The dissertation is defended externally

Academic supervisor – Prof. Habil. Dr. Gintaras Švedas (Vilnius University, Social Sciences, Law – 01 S).

The dissertation is defended at the Defence Council of the dissertation:

Chairman – Prof. Dr. Armanas Abramavičius (Vilnius University, Social Sciences, Law – 01 S).

Members:

Prof. Habil. Dr. Vytautas Nekrošius (Vilnius University, Social Sciences, Law – 01 S);

Prof. Dr. Jonas Prapiestis (Vilnius University, Social Sciences, Law – 01 S);

Prof. Dr. Milda Vainiutė (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law – 01 S);

Prof. Habil. Dr. Agnieszka Liszewska (Uniwersytet Łódzki, Poland, Social Sciences, Law – 01 S).

The doctoral dissertation will be defended at the public session of the Defence Council on 6 June 2018 at 1 p. m., at the Faculty of Law of Vilnius University, Kazimieras Leonas Sapiega (302) auditorium.

Address: Saulėtekio av. 9, LT-10222, Vilnius, Lithuania.

The summary of the doctoral dissertation was sent out on 4 May 2018.

The Doctoral Dissertation is available at Vilnius University Library and VU website:

<https://www.vu.lt/naujienos/ivykiu-kalendorius>

VILNIAUS UNIVERSITETAS

OKSANA FRUZEROVA

**DRAUDIMO PIKTNAUDŽIAUTI RINKA TURINYS IR ŠIO DRAUDIMO
PAŽEIDIMO ADMINISTRACINĖS BEI BAUDŽIAMOSIOS ATSAKOMYBĖS
PROBLEMINIAI ASPEKTAI**

Daktaro disertacijos santrauka
Socialiniai mokslai, teisė (01 S)

Vilnius, 2018

Disertacija ginama eksternu

Mokslinis konsultantas – prof. habil. dr. Gintaras Švedas (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

Disertacija ginama viešame disertacijos Gynimo tarybos posėdyje:

Pirmininkas – prof. dr. Armanas Abramavičius (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

Nariai:

prof. habil. dr. Vytautas Nekrošius (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S);

prof. dr. Jonas Prapiestis (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S);

prof. dr. Milda Vainiutė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S);

prof. habil. dr. Agnieszka Liszewska (Lodzės universitetas, Lenkija, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

Disertacija bus ginama viešame Gynimo tarybos posėdyje 2018 m. birželio 6 d. 13 val.

Vilniaus universiteto Teisės fakulteto Kazimiero Leono Sapiegos (302) auditorijoje.

Adresas: Saulėtekio al. 9, LT-10222, Vilnius, Lietuva.

Disertacijos santrauka išsiųsta 2018 m. gegužės 4 d.

Disertaciją galima peržiūrėti Vilniaus universiteto bibliotekoje ir VU interneto svetainėje

adresu: <https://www.vu.lt/naujienos/ivykiu-kalendorius>

TABLE OF CONTENTS

RELEVANCE OF THE SUBJECT AND PROBLEMS	6
OBJECT OF THE RESEARCH.....	9
AIM OF THE RESEARCH.....	11
OBJECTIVES OF THE RESEARCH.....	12
STRUCTURE OF THE THESIS	12
RESEARCH METHODS	14
SCIENTIFIC NOVELTY AND ORIGINALITY OF THE RESEARCH	15
MAIN STATEMENTS TO BE DEFENDED	17
MAIN RESEARCH CONCLUSIONS AND PROPOSALS	18
THESIS RELATED PUBLICATIONS.....	23
PERSONAL DETAILS	24
DISERTACIJOS REZIUMĒ.....	25

RELEVANCE OF THE SUBJECT AND PROBLEMS

Today financial markets, because of their global nature and impact on the world economy, are rightly attracting ever-increasing attention and occupy a special place in the modern economic structure. An efficient and properly regulated functioning of financial markets is vital for the entire world economy. Moreover, legal regulation in this area has to correspond to continuous changes in the financial markets and their rapid development. This is particularly relevant in the light of the fact that billions of euros change hands in the global financial market every day, with huge amounts of transactions being concluded; therefore, transparency in this area is of great importance to the entire world economy. The ECHR has also recognised in its case-law that providing investor protection and ensuring an efficient, transparent and growing financial market constitute the public interest which is often safeguarded even by means of criminal law.

Fair trading as well as efficient supervision and prevention of market abuse are among the main objectives of the supervision of financial markets. International organisations, such as the International Organization of Securities Commissions, have consistently emphasised the importance of the fair functioning of financial markets and investor protection, accordingly, investors have to be protected against manipulative and fraudulent practices. In order to ensure the health of financial markets and thus of the wider economy, trade in financial instruments should be conditioned by legitimate supply and demand factors emerging in a transparent financial market. The protection of financial markets against unfair practices is regarded as a priority area, which is also demonstrated by the analysis carried out in 2012 by the European Securities and Markets Authority, which showed that 26 countries provided for both administrative and criminal liability for market abuses, even though criminal liability at that time was not yet regulated at EU level. Meanwhile, the term of imprisonment actually imposed varied from several months to four years across Member States.

The history of financial markets is characterised by a vast number of various collapses of financial markets, with abusive market behaviour being one of the main underlying reasons. It is generally recognised that unfair behaviour in financial markets is the worst enemy of their efficiency and investor confidence in financial markets. It has

been established that confidence in financial markets improves their efficiency and enhances their liquidity, whereas restoring investor confidence, once lost, is a long and complex process. History shows that, after a downturn in share prices in 1929, share prices would not return to their pre-crisis level until twenty years later. Abusive market behaviour breaches the principle of fair trade and the price formation mechanism of financial instruments, increases investment risk and is likely to create a misleading impression about the actual supply, demand and/or price of financial instruments. This undermines the integrity of, and confidence in, the financial market.

Hence, the functioning of financial markets is not perfect. Abusive market behaviour is widespread in global financial markets; it is constantly evolving due to technological developments and often entails large-scale adverse effects on a wide circle of entities. The reason for this lies in the fact that all significant financial and commodity markets in the modern global world operate at the international level or are closely interconnected. There are a number of financial instruments in the world, which are traded not only on the national, but also on foreign financial markets. The number of cross-border cases of market abuse is steadily increasing. In 2003, IOSCO received 56 requests for cooperation in investigations, and a total of 3,330 requests in 2016. This is a worrying trend since financial crimes have the potential to destabilise the whole national economy and to weaken the financial system.

The relevance of market abuse is also confirmed by the most recent and particularly innovative EU legislation in this area. As of 3 July 2016, Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council on market abuse (“Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014”) is directly applicable in Member States, which provides for particularly strict administrative liability for infringements of prohibitions against market abuse in respect of both natural persons (a penalty of up to 5 million euros) and legal persons (a penalty of up to 15 million euros, or 15 percent of the total annual turnover of the legal person). While studies show a direct causal link between stricter regulation of financial markets and market liquidity increase, it is not clear at present how such penalties will have to be applied in Lithuanian administrative law. Furthermore, Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for market abuse (“Directive 2014/57/EU on criminal sanctions”) also had to be implemented in Member States with effect as of the said date, which requires

Member States to provide in their national law for imprisonment for a term of up to four years for market manipulation and for the insider dealing. These EU legal acts have a considerable impact on the regulation and supervision of EU and Lithuanian financial markets.

Despite the efforts to harmonise the area of market abuse in the EU with the help of a directly applicable regulation, some abstract concepts, such as “misleading”, “artificial” and “significant effect on the price”, have been transferred from the former directives to Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014, as well as to the disposition of Article 218 of the Criminal Code (“the CC”); consequently, the application of legal norms in this area may still be problematic. Differences in the interpretation and application of the provisions of the market abuse regime are also caused by different levels of development of EU capital markets, varying levels of competencies of supervisory authorities of Member States, as well as divergent views among courts on the area of market abuse, which also makes the conduct of cross-border investigations of market abuse difficult.

It should also be noted that no person has yet been prosecuted in Lithuania for the commission of the acts provided for in Articles 217 and 218 of the CC, which have been criminalised for over a decade. Meanwhile, having examined the ESMA report, M. G. Faure and G. Leger concluded that between 2008 and 2010, 15 Member States imposed 155 criminal sanctions for insider dealing. It can be assumed that one of the reasons for this situation in Lithuania is the lack of specific knowledge in the area of market abuse, which hampers the ability of law enforcement authorities to detect and properly qualify the acts under examination.

Moreover, in the modern global world, abusive market behaviour is often of a cross-border nature. In the Jacques de Larosière report, 2009, financial institutions operating at the international level, with supervisory authorities operating at the national level, is identified as one of the main problems relating to the supervision of financial markets. Given the international character of financial markets, technological possibilities for offenders to operate at the transnational level, and the emergence of new trading venues, financial instruments, investment strategies and threats, cross-border investigations of market abuse are quite cumbersome. When conducting investigations of market abuse, it is frequently the case that some evidence is located on the territory of

another state, moreover, the range of financial market participants has significantly widened and quite a few of them are established outside usual jurisdictions, for example, in the Cayman Islands; therefore, it is often rather difficult to gather evidence which is located on the territory of a foreign state. For the reasons set out above, the supervision of financial markets becomes more onerous. In this context, the analysis of the constituent elements of the said offences presented in this paper should fill in the knowledge gap in the area concerned, as well as ensure more efficient compliance with the principle of inevitability of administrative and criminal liability, and also high-quality assistance from Lithuanian institutions in cross-border investigations of market abuse.

OBJECT OF THE RESEARCH

The object of the research is defined by the title of the dissertation topic, namely the content of the prohibition of market abuse and problematic aspects of administrative and criminal liability for infringement of this prohibition. The scope of this research is the analysis of the legal regulation of both main forms of market abuse which have the most detrimental effects on the efficient functioning of financial markets, i.e. insider dealing and market manipulation, and of administrative and criminal liability for market abuse.

The research object of the dissertation covers the most relevant peculiarities of the prohibition against market abuse and aspects of administrative and criminal liability. Following the disclosure of the content of the main prohibitions of market abuse, research is focused on the comparative analysis of the constituent elements of administrative offences and criminal acts. The paper also addresses the relevant issues concerning the determination and application of legal liability, which are related to both national and new EU legislation in the area of market abuse (Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014 and Directive 2014/57/EU on criminal sanctions).

For the sake of an in-depth analysis, the object of the research is, according to the author of the present dissertation, limited to the most relevant and problematic – from a theoretical and practical viewpoints – analysis of the prohibition against market abuse. Accordingly, the thesis does not cover all the constituent elements of

infringements relating to insider dealing and market manipulation but rather focuses on the analysis of those elements which give rise to the greatest uncertainty, i.e. object, subject-matter, act, subject (in the event of insider dealing) and consequences. The choice of the analysis of the elements of object and subject was determined by the specificity of the infringements in question; that of act and subject-matter (in respect of the content of inside information), by problematic aspects of the case-law; whereas that of consequences, by the aim of disclosing the content of the criteria of distinction between criminal and administrative liability for market abuse. Meanwhile, problems relating to other elements (such as legal responsibility and causality) left out of the thesis are common to many offences and criminal acts, and they do not give rise to any specific questions in the case of market abuse; therefore, their examination is not appropriate and would overly widen the scope of the particular research.

Prior to the entry into force of Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014 and Directive 2014/57/EU on criminal sanctions, very low administrative penalties, compared to the penalties provided for in the Regulation in question, were available and applicable under Lithuanian administrative law. For example, a fine of LTL 1,500 was imposed on M. G. for insider dealing in relation to shares of the issuer “Dvarčionių keramika” AB; a fine of LTL 5,000 on M. R. for the manipulation of the share price of “Lietuvos dujos” AB; a fine of LTL 5,000 on D. J. for market manipulation by artificially increasing the share price of “Apranga” AB; a fine of LTL 12,000 on “PZU Lietuva” UAB DK for market manipulation with respect to shares of “Vilniaus degtinė” AB; a fine of EUR 1,500 on K. B. for the unlawful disclosure of inside information related to the issuer “Agrowill Group” AB. Meanwhile, criminal liability for abusive market behaviour was not applied at all. It is therefore important to analyse the justice of sanctions and their proportionality to the gravity of abusive market behaviour, their connections with other sanctions and cross-sectoral compatibility (of criminal and administrative penalties). Given that the administrative penalties provided for in Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014 can be regarded as criminal sanctions, it is also important to assess whether the Bank of Lithuania is an appropriate entity in charge of imposing those penalties. Moreover, although legal doctrine indicates that criminal laws and their strengthening are not always the most efficient means of effective crime control, provisions of Directive 2014/57/EU on criminal sanctions not only require to lay

down a much more stringent criminal liability regime in Lithuania in respect of insider dealing and market manipulation (Article 7 of the Directive), than that which was provided for in Articles 217 and 218 of the CC, but also establish the right for Member States to adopt more stringent criminal law rules than those provided for in the said Directive (recital 20 of the Directive). In the light of the above, it is important to assess what limits of imprisonment for abusive market behaviour in Lithuania are in line with the principles of justice and proportionality. Accordingly, the dissertation examines in particular two sanctions for abusive market behaviour, namely the administrative penalty and imprisonment.

Due to the limited scope of the thesis, and in order to analyse only problematic types of sanctions for abusive market behaviour, the present dissertation does not look into the other administrative sanctions provided for in Article 30(2) of Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014 and Article 83(1) of the Law of the Republic of Lithuania on Markets in Financial Instruments. For these reasons, the thesis does not examine in detail restriction of liberty and a fine contained in sanctions provided for in Articles 217 and 218 of the CC. Those types of sentences are addressed in the thesis to the extent necessary to fully disclose the compliance of the limit of imprisonment with the principles of justice and proportionality.

The thesis also does not look into compensation for the damage suffered as a result of abusive market behaviour and the conduct of investigations of market abuse or carry out a thorough historical analysis of the phenomenon of market abuse, since those issues are not directly related to the selected object of the research.

AIM OF THE RESEARCH

In the light of the complexity of the selected object of the research, the main aim of the present thesis is to analyse the content of the prohibition against market abuse and the problematic aspects of administrative and criminal liability for market abuse in historical, theoretical and operational terms by examining the main forms of market abuse and identifying problematic, from the scientific perspective, aspects of the regulation of market abuse and its practical application, as well as to propose solutions to the identified problems.

OBJECTIVES OF THE RESEARCH

In order to achieve the aim of the research, the following main objectives are defined in the present dissertation:

1. To carry out a content analysis of the main forms of market abuse, i.e. insider dealing and market manipulation, and to assess the impact of market abuse on the financial market and its participants.
2. To analyse the historical evolution of regulation of the prohibition against market abuse and to perform a comparative analysis of the relevant legislative provisions.
3. To carry out a comparative analysis of certain constituent elements of administrative offences and criminal acts relating to insider dealing and market manipulation.
4. To perform an analysis of the main criteria of distinction between administrative and criminal liability for market abuse.
5. In the light of the new EU legal regulatory framework, to analyse the problematic aspects of the determination and application of fines and custodial sentences for abusive market behaviour.

STRUCTURE OF THE THESIS

The present thesis consists of the introduction, three parts, conclusions and proposals, and references.

The first part is intended to lay the basis for further research. This part of the thesis deals with the general issues concerning the prohibition of market abuse, as well as analyses the concept of market abuse and the main forms of market abuse, i.e. insider dealing and market manipulation. It also looks into the historical background to the emergence of the prohibition of insider dealing and the prohibition of market manipulation, as well as the content and justification of these prohibitions. It further analyses the main insider dealing and market manipulation practices. Furthermore, the impact of abusive market behaviour on the financial market and its participants is

assessed. Finally, this part provides a comparative analysis of EU legislation in the area of market abuse and the prohibitions of market abuse contained therein.

The second part presents a comparative analysis of certain constituent elements of administrative offences and criminal acts relating to insider dealing and market manipulation. This analysis is carried out across multiple layers, i.e. comparing the legal mechanism for market abuse which was in force in Lithuania until 3 July 2016 with the new EU market abuse legislation and amendments to Lithuanian legal acts made on its basis, as well as comparing administrative and criminal law rules in the area of market abuse. This part of the thesis discloses the content of the main criteria of distinction between administrative and criminal liability for insider dealing and market manipulation acts, as well as identifies problematic aspects of the qualification of those acts and puts forward proposals for improvements to legislation.

The third part aims at assessing the sanctions contained in legal acts governing administrative and criminal liability for market abuse in terms of consistency, justice and proportionality. Given that the upper limit for penalties provided for in Article 30 of Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014, compared to the amounts of penalties provided for in the Code of Administrative Offences until 28 June 2017, is exceptionally high, the aim is to assess whether the penalties incorporated into Article 93(1)(14) and (17) of the Law of the Republic of Lithuania on Markets in Financial Instruments comply with the principles of justice and proportionality. In the light of the fact that the administrative penalties provided for in Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014 can be regarded as criminal sanctions, the analysis also addresses the issue of whether the financial markets supervisory authority is an appropriate entity in charge of imposing those penalties. This part of the thesis also analyses the compliance of a sentence of imprisonment contained in the sanctions provided for in Articles 217 and 218 of the CC with the principles of justice and proportionality.

RESEARCH METHODS

In the present dissertation, legal analysis methods widely used in jurisprudence are applied. The main research methods applied are as follows: comparative analysis, logical-analytic, historical, teleological, linguistic, data collection and data analysis. It should also be noted that, given the novelty of the legal regulation of the area in question and its continued development, the specific characteristics of abusive market behaviour, as well as the fact that the selected subject is under-researched, the dissertation necessarily makes use of the *descriptive* research method.

Comparative analysis was widely used in this research in order to ensure a comprehensive examination of the phenomenon of market abuse (concept, features, forms, and prohibitions) and to make use of the experience acquired by legal scholars of different states, as well as of arguments set out in judgments of various courts (CJEU, ECHR and national), thereby disclosing the content of abusive market behaviour which is relatively new in the Lithuanian financial market. The comparative analysis technique was used to examine provisions of various legal acts. This analysis was carried out across three main layers. First of all, EU legislation in the area of market abuse was examined as those documents have a direct impact on the legal mechanism for market abuse which is under development in Lithuania. Second, legal norms laying down criminal and administrative liability for abusive market behaviour were analysed and compared; this analysis helped to identify the main criteria of distinction between administrative and criminal liability. Finally, a comparison of the initial and new regulatory framework on market abuse (both in the EU and Lithuania) was made, which revealed the aims of the legislator and the advantages and disadvantages of the new regulatory framework.

The *logical-analytic* method was also widely applied in this research. This method enabled the analysis of legislation, case-law and legal doctrine. There are numerous sources written on the topic of financial markets, and this method helped to select the most relevant scientific literature best fit for the aim of the thesis. The logical-analytic method allowed identifying the most important features of market abuse, classifying the forms of market abuse, and separating the main manifestations of insider dealing and market manipulation. This method was also used in the analysis of the main

problems of qualifying infringements relating to insider dealing and market manipulation, as well as of determining administrative and criminal liability. Finally, the logical-analytic method helped to formulate the main research conclusions.

The *historical* and *teleological* methods used are also relevant for this research. Since abusive market behaviour is quite an old phenomenon in global financial markets, the *historical method* helped to analyse the origin and evolution of the prohibitions of market abuse, as well as to select the most significant historical patterns of market abuse. Moreover, this method allowed disclosing the background to the emergence of the EU and Lithuanian legal regulation in the area of market abuse and its development trends. The *teleological* method was used to examine EU and Lithuanian legal acts and their accompanying documents which in turn helped to disclose the content of the prohibitions of market abuse and the peculiarities of the qualification of infringements of market abuse.

Legal regulation in the area of market abuse is rather complicated, it has quite a few features to be assessed and uses complex concepts related to the financial market; therefore, the interpretation of legislative provisions requires taking into account the exact meanings of words and the rules of the legal language used. In this context, the *linguistic* method was important in explaining the content of the research sources used in the thesis (case-law, legal doctrine, and legal norms) taking into account grammar, syntax, punctuation and other language rules.

The *data collection and data analysis* method was important in compiling, analysing and summarising the relevant literature in Lithuanian and foreign library funds, Internet databases, conferences and working groups of international organisations (such as ESMA and IOSCO).

SCIENTIFIC NOVELTY AND ORIGINALITY OF THE RESEARCH

In Lithuania, the institution of the prohibition of market abuse is a new one since no financial market existed in Lithuania prior to restoration of independence. For the first time in the Lithuanian jurisprudence, the dissertation examines in an integrated manner the prohibition of market abuse, the regulation of that prohibition, and problematic aspects of administrative and criminal liability for market abuse. A number

of authors analysed the functioning and supervision of financial markets (e.g. P. Vaičiulis, T. Talutis, T. Žilinskas), while the others studied the phenomenon of market abuse from an economic point of view (e.g. O. Petrenko) or only touched upon this subject without going into detail when examining general trends in the securities market (e.g. D. Vanhara). Scholars from other countries addressed the prohibition of market abuse in the context of EU law (e.g. L. Klimek, M. G. Faure, C. Leger, M. Luchtman, J. Varvaele) or analysed market abuse legislation of other states (e.g. Ernst van Bemmelen van Gent, P. Constable). The prohibition of market abuse is also discussed in monographs of foreign authors (e.g. E. Avgouleas, N. Ryder, E. J. Swan, J. Virgo, I. Seredynska) when examining provisions of legislation of the EU and other states. On the other hand, most of scientific literature does not address the relevant Lithuanian legislation in the area of the prohibition of market abuse; moreover, it was published prior to the entry into force of the new EU legislation, i.e. Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014 and Directive 2014/57/EU on criminal sanctions. In the meanwhile, those pieces of legislation have significantly changed both the EU and Lithuanian regulatory framework on market abuse since 2016.

It should be noted that so far no comparative analysis of the constituent elements of administrative offences (Articles 14 and 15 of Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014 and Article 93(1)(14) and (17) of the Law of the Republic of Lithuania on Markets in Financial Instruments; as well as Article 200(4) of the Code of Administrative Offences of the Republic of Lithuania (“the CAO”) and Articles 62 and 63 of the Law of the Republic of Lithuania on Markets in Financial Instruments until 28 June 2017) and criminal acts (Articles 217 and 218 of the CC, except briefly in the commentary of the CC) relating to insider dealing and market manipulation has been carried out in Lithuania, which would help to identify regulatory gaps and problematic aspects of the practical application of the provisions in question.

Furthermore, the theory of criminal law has not yet given an answer as to how to treat dangerous consequences foreseen in Articles 217 and 218 of the CC, which are also the main criterion of distinction between criminal and administrative liability for abusive market behaviour. It is also important to assess whether the process of implementing Directive 2014/57/EU on criminal sanctions took into account the Lithuanian legislative provisions that existed in practice and problems with their

application, as well as to establish whether amendments to Articles 217 and 218 of the CC are sufficient.

Since, pursuant to Article 30 of Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014, Member States have to apply exceptionally high administrative penalties in respect of infringements of the prohibitions of market abuse, the present thesis analyses how those penalties are regarded in view of the size of the Lithuanian financial market and the specific characteristics of its national law. This scientific research also analyses whether, once the provisions of Directive 2014/57/EU on criminal sanctions are implemented in Lithuanian law, the limits of imprisonment currently provided for in Articles 217 and 218 of the CC are just and proportionate. Moreover, it is important to assess sanctions contained in legal acts governing administrative and criminal liability for market abuse in terms of consistency and cross-sectoral compatibility.

MAIN STATEMENTS TO BE DEFENDED

1. The prohibition of market abuse and the regulation of this prohibition are necessary as its main forms (insider dealing and market manipulation) adversely affect the smooth functioning of the financial market.
2. The regime of trading in financial markets qualifies for recognition as the direct object of the administrative offence (Article 93(1)(14) and (17) of the Law of the Republic of Lithuania on Markets in Financial Instruments; Articles 14 and 15 of Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014) and the criminal act (Articles 217 and 218 of the CC) relating to insider dealing and market manipulation.
3. Mandatory criteria of disclosure of the content of inside information are as follows: (1) the significance and accuracy of information about events which are planned or which have occurred; (2) the relevance of information to the issuer; (3) information has not been made public in the manner prescribed by law; and (4) disclosure of information is likely to have a significant effect on the price of the financial instruments of the issuer.

4. The elimination of the element of *causing serious consequences to the market in financial instruments and/or to the financial system* contained in the dispositions of Articles 217 and 218 of the CC, as well as a significant increase in the amount of material damage and material gain referred to in Articles 217 and 218 of the CC, which is set at 250 MSLS in Article 224¹(2) of the CC, would ensure the precision of the elements according to which a distinction is made between administrative and criminal liability for insider dealing and market manipulation.
5. The maximum amount of administrative penalties provided for in Article 93(1)(14) and (17) of the Law of the Republic of Lithuania on Markets in Financial Instruments for infringements of the prohibitions of market abuse in Articles 14 and 15 of Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014 does not satisfy the principles of justice and proportionality. Meanwhile, the maximum terms of imprisonment contained in the sanctions provided for in Article 217 (insider dealing) and Article 218 (manipulating the market in financial instruments) of the CC are in compliance with the principles of justice and proportionality.

The main conclusions and suggestions are provided in the end of the dissertation.

MAIN RESEARCH CONCLUSIONS AND PROPOSALS

1. Market abuse means illegal actions which violate the fair functioning of the financial market. In both the legal doctrine and legislation, the term *market abuse* in the area of financial markets is primarily associated with two main forms of market abuse, i.e. *insider dealing* and *market manipulation*. Insider dealing means actions or the totality thereof involving the unlawful use (in a broad sense) of inside information known to the person. Meanwhile, market manipulation means any actions or the totality thereof artificially affecting the supply of, demand for, and/or price of, financial instruments.

The prohibition of market abuse and the regulation of this prohibition are necessary as market abuse adversely affects the smooth functioning of the financial

market and the legitimate interests of its participants. Market abuse: (1) undermines confidence in the financial market; (2) has detrimental effects on the stable functioning of the financial market and its participants; (3) undermines the transparency and fair operation of the financial market and the equality of investors; and (4) leads to adverse consequences for a wide range of entities.

2. The administrative offence (Article 93(1)(14) and (17) of the Law of the Republic of Lithuania on Markets in Financial Instruments; Articles 14 and 15 of Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014) and the criminal act (Articles 217 and 218 of the CC) involving insider dealing and market manipulation have the same direct object which is the *regime of trading in financial markets*. Those illegal actions undermine the equality of investors, create asymmetric information conditions, mislead participants of the financial market, and artificially affect the price formation mechanism of financial instruments. Against this background, trading in financial instruments is no longer conditioned by natural (not artificial) supply and demand factors.

3. The main criteria of disclosure of the content of inside information are as follows:

(1) *the significance and accuracy of information about events which are planned or which have occurred*. Sufficiently accurate information is one which would enable an investor to make an investment decision without any risk or with low financial risk. The criterion of information accuracy may be satisfied not only by information about the established facts but also by information about events which may reasonably be expected to occur;

(2) *the relevance of information to the issuer*. As a general rule, information relating directly to a company is one which concerns corporate governance, financial performance indicators and their developments, and changes in the shareholding structure, whereas information relating indirectly to a company usually reflects macroeconomic factors;

(3) *information has not been made public in the manner prescribed by law*. In general terms, administrative or criminal liability for insider dealing should only be incurred where, at the time of commission of the act, inside information has not been made public in the manner prescribed by legislation on financial markets. In administrative cases, however, entering into transactions during the takeover bids when

inside information is known to an entity before its disclosure in the manner prescribed by law and an investment decision is made on the basis of that information is also treated as an infringement of the prohibition of insider dealing; and

(4) *disclosure of that information is likely to have a significant effect on the price of financial instruments*. Based on this criterion, it is necessary to assess a likely effect on the share price if information were made public at the moment of insider dealing.

4. Acts involving insider dealing can be divided into three main groups:

(1) *trading on the basis of inside information* – activities of entering into transactions and/or modifying the orders placed, which are based on the inside information known to the person. In administrative cases, it is considered that if a person knows inside information and, being aware of the nature of that information, enters into transactions in the financial instruments concerned, that person *uses* the inside information known to him;

(2) *unlawful disclosure of inside information* – any activities or the totality thereof where the person who knows inside information discloses that information to at least one person who does not have the right of access to that information. The qualification of the act in question does not require determining the manner of transfer of inside information; and

(3) *inducing to engage in trading on the basis of inside information* – any form of inducing (recommending, suggesting, encouraging, or advising) a person who does not have the right of access to inside information to engage in certain trading in financial instruments on the basis of the inside information known to the offender.

Acts involving market manipulation can also be divided into two main groups:

(1) *information-based manipulation* where information of a particular content is disseminated, which misleads participants of the financial market as to the actual situation of the issuer and/or the value of its financial instruments. As far as journalists are concerned, administrative liability for information-based manipulation is possible only where journalists derived an advantage from that information-based manipulation and/or had the intention of misleading the market; and

(2) *trade-based manipulation* where trading in financial instruments is artificial and the orders placed or the transactions entered into are not intended to give rise to actual legal effects, but the intention is to mislead investors as to the actual supply of, demand for, and/or price of, the financial instruments of the issuer.

5. Until 14 July 2016, the only criterion of distinction between administrative and criminal liability for market abuse was the assessable element of *considerable material damage*. The following criteria of disclosure of the content of that element could be distinguished: the monetary amount of the damage as the main one, and the significance of the damage for the victim and the nature of the issuer as the supplementary ones. The extension of dangerous consequences provided for in the dispositions of Articles 217 and 218 of the CC by alternative elements, i.e. *that person for own or another person's benefit avoided considerable material damage or obtained considerable material gain*, is justified as it is in line with dangerous consequences which most often arise in practice. The main criterion of disclosure of the content of those elements is the monetary amount of the damage avoided or the gain obtained. On the other hand, it is proposed to the legislator that another alternative element, i.e. *serious consequences to the market in financial instruments and/or to the financial system*, because of its abstract nature and lack of criteria of disclosure of its content in legislation, legal doctrine and case-law, should be removed.

6. The provision laid down in Article 224¹(2) of the CC does not ensure a proper and proportionate balance between criminal and administrative liability for acts involving insider dealing and market manipulation or compliance with the *ultima ratio* principle since the amount of 250 MSLs for material damage and material gain, as provided for in the said Article, is too low. In the light of the above, the monetary amount of *damage* and *gain* provided for in Article 224¹(2) of the CC needs to be increased significantly. *Material damage* and *material gain* provided for in Articles 217 and 218 of the CC should be regarded as *considerable* when its value exceeds the amount of at least 1,000 BAPP.

7. The administrative penalties provided for in Article 93(1)(14) and (17) of the Law of the Republic of Lithuania on Markets in Financial Instruments for infringements of the prohibitions of market abuse in Articles 14 and 15 of Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014 do not comply with the principles of justice and

proportionality because those penalties are not compatible with: (1) the amounts of Lithuanian administrative penalties; (2) the size and the level of development of the Lithuanian financial market; (3) the financial capacity of participants of the Lithuanian financial market to pay the penalty imposed on them; moreover, (4) those penalties do not satisfy the criterion of necessity and are likely to have a negative impact on investment activities in Lithuania; and (5) the penalties in question are not consistent with penalties provided for in the criminal law.

The Lithuanian financial markets supervisory authority (the Bank of Lithuania) is an appropriate entity in charge of imposing administrative penalties for infringements of the prohibitions of market abuse. With a view to ensuring the deterrent effect of market abuse, this model is efficient as well as in line with the case-law of the ECHR in this area.

8. When implementing the provisions of Directive 2014/57/EU on criminal sanctions in Lithuanian law, and in order to ensure the hierarchy of the goods to be protected in the Lithuanian Criminal Code, it was a reasonable choice not to exercise the right to provide for imprisonment for a term of more than four years, as laid down in the said Directive. This research also revealed that, given the cross-border nature of abusive market behaviour and trends towards a single EU financial market, the limit of imprisonment provided for in Articles 217 and 218 of the CC is not overly high. Therefore, the limit of imprisonment of up to four years provided for in Articles 217 and 218 of the CC as of 14 July 2016 is just and proportionate.

THESIS RELATED PUBLICATIONS

1. IVANOVA, O. *Violations in the financial market: insider trading and market manipulation*. Justitia. 2010, No. 2(74).
2. FRUZEROVA, O. *Insider trading in the stock market*. Teisė. 2013, No. 86.
3. FRUZEROVA, O. *Prohibition to manipulate market*. Teisė. 2013, No. 88.
4. FRUZEROVA, O. *Market abuse regulation – the issue of administrative responsibility*. Teisė. 2014, No. 91.
5. FRUZEROVA, O. *A historical overview of market abuse in the context of trading in securities*. Teisė. 2015, No. 95.

PERSONAL DETAILS

In 2008, **Oksana Fruzerova** graduated from the Faculty of Law of Mykolas Romeris University (international law specialisation) and obtained her Master of Law degree. She started taking a keen interest in the sphere of violations in the financial market at the beginning of her career at the Lithuanian Securities Commission in 2007. During her five-year work as a legal professional, one of her key responsibilities covered market abuse violations, namely conduct of investigations, drafting of legal documents and representation in court proceedings. In 2008, she was a visiting specialist at the Dutch Authority for the Financial Markets (AFM) where she met cooperative colleagues, had the possibility to enrich her knowledge in the sphere of market abuse violations and to learn from insightful work of the AFM staff. In 2010, she published an article on violations in the financial market in the scientific journal *Justitia*. During her work at the Lithuanian Securities Commission, O. Fruzerova attended numerous conferences and training events on market abuse violations hosted by the European Securities and Markets Authority (ESMA) in 2011, the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) in 2008 and 2010, and the European Institute of Financial Regulation (EIFR) in 2009. Since the beginning of 2012, O. Fruzerova has been working at the Supervision Service at the Bank of Lithuania, and her duties, as before, were related to violations in the financial market. Between 2013 and 2016, O. Fruzerova published five articles on insider dealing and market manipulation in the scientific journal *Teisė*. During her career at the Lithuanian Securities Commission and the Bank of Lithuania, O. Fruzerova delivered numerous seminars on market abuse violations to judges, police officers, prosecutors and financial market participants. Furthermore, she was a member of the ESMA Market Integrity Standing Committee where all national and international aspects of market abuse cases and legal documents are analysed on a quarterly basis. In 2014, O. Fruzerova attended a comprehensive training course in market abuse violations organised by the U.S. Securities and Exchange Commission in Washington, DC. In 2017, O. Fruzerova was admitted to doctoral studies (external studies) at the Faculty of Law of Vilnius University.

DISERTACIJOS REZIUMĖ

Disertacijos problematika siejama su tuo, kad piktnaudžiavimo rinka veiksmai, atsižvelgiant į tai, kad kiekvieną dieną globalioje finansų rinkoje milijardai eurų pakeičia savo savininkus bei sudaromų sandorių apimtys – milžiniškos, turi didelę neigiamą įtaką visai pasaulio ekonomikai. Tarptautinės organizacijos, tokios kaip Tarptautinė vertybinių popierių komisijų organizacija (angl. *International Organization of Securities Commissions*), nuolat pabrėžia finansų rinkų sąžiningo veikimo ir investuotojų apsaugos svarbą. Siekiant užtikrinti finansų rinkų ir tuo pačiu visos ekonomikos „sveikatą“, prekyba finansinėmis priemonėmis turi būti sąlygota teisėtų pasiūlos ir paklausos veiksnių, atsirandančių skaidriai veikiančioje finansų rinkoje. Tai, kad finansų rinkų apsauga nuo nesąžiningų veiksmų yra prioritetinga sritis taip pat parodo 2012 m. Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos (angl. *European Securities and Markets Authority*) atlikta analizė, remiantis kuria, net 26 valstybės už piktnaudžiavimo rinka veiksmus numatė tiek administracinę, tiek baudžiamąją atsakomybę, nors tuo metu baudžiamoji atsakomybė ES lygiu dar nebuvo reglamentuojama.

Finansų rinkų istorija pasižymi dideliu skaičiumi įvairaus pobūdžio finansų rinkų „griūčių“, viena iš svarbiausių to priežasčių – piktnaudžiavimo rinka veiksmai. Visuotinai pripažįstama, kad nesąžiningi veiksmai finansų rinkose yra didžiausias jų efektyvumo ir investuotojų pasitikėjimo finansų rinkomis priešas. Nustatyta, kad pasitikėjimas finansų rinkomis didina jų efektyvumą ir stiprina likvidumą, tuo tarpu praradus investuotojų pasitikėjimą, jo atkūrimo procesas yra ilgas ir sudėtingas. Istorija rodo, kad po 1929 m. akcijų kainų nuosmukio akcijų kainos prieš krizinį lygį pasiekė tik po dvidešimties metų. Dėl piktnaudžiavimo rinka veiksnių pažeidžiamas sąžiningos prekybos principas ir finansinių priemonių kainos formavimo mechanizmas, padidėja investavimo rizika bei gali būti sukurtas klaidinantis įspūdis apie tikrąją finansinių priemonių pasiūlą, paklausą ir (arba) kainą. Tokiu būdu pažeidžiamas finansų rinkos vientisumas ir pasitikėjimas ja.

Pasaulio finansų rinkose piktnaudžiavimo rinka veiksmai plačiai paplitę, dėl technologinių naujovių nuolat vystosi ir tobulėja, ir plačiam subjektų ratui dažnai sukelia didelio masto neigiamus padarinius. Tokia situacija susiklostė todėl, kad šiuolaikiniame globaliame pasaulyje visos reikšmingos finansų ir prekių rinkos veikia tarptautiniu mastu

arba yra glaudžiai susijusios. Pasaulyje yra nemažai finansinių priemonių, kuriomis prekiaujama ne tik nacionalinėje, bet taip pat ir užsienio finansų rinkose. Nuolat auga tarpvalstybinių piktnaudžiavimo rinka bylų skaičius. Jeigu 2003 m. IOSCO gavo 56 prašymus dėl bendradarbiavimo atliekant tyrimus, tai 2016 m. – net 3 330. Ši tendencija kelia susirūpinimą, kadangi finansiniai nusikaltimai turi potencialą destabilizuoti visą šalies ekonomiką ir susilpninti finansų sistemą.

Piktnaudžiavimo rinka srities aktualumą taip pat patvirtina naujausi bei itin novatoriški ES teisės aktai šioje srityje. Nuo 2016 m. liepos 3 d. valstybėse narėse tiesiogiai taikomas Piktnaudžiavimo rinka reglamentas (ES) Nr. 596/2014, kuris už draudimų piktnaudžiauti rinka pažeidimus įtvirtina itin griežtą tiek fizinių (iki 5 mln. eurų bauda), tiek juridinių (iki 15 mln. eurų bauda arba 15 proc. juridinio asmens bendros metinės apyvartos) asmenų administracinę atsakomybę. Nuo minėtos datos valstybėse narėse taip pat turėjo būti įgyvendinta Direktyva 2014/57/ES dėl baudžiamųjų sankcijų, kuri valstybėms narėms nustato pareigą nacionalinėje teisėje įtvirtinti iki 4 metų laisvės atėmimo bausmę už manipuliavimą rinka ir pasinaudojimą viešai neatskleista informacija.

Pastebėtina, kad iki Piktnaudžiavimo rinka reglamento (ES) Nr. 596/2014 įsigaliojimo, Lietuvos administracinėje teisėje buvo įtvirtintos bei taikomos itin mažos, lyginant su nagrinėjamame reglamente numatytais baudomis, administracinės baudos. Pavyzdžiui: M. G. buvo paskirta 1 500 litų bauda už pasinaudojimą viešai neatskleista informacija dėl emitento AB „Dvarčionių keramika“ akcijų; M. R. buvo paskirta 5 tūkst. litų bauda už manipuliavimą AB „Lietuvos dujos“ akcijų kaina; D. J. buvo paskirta 5 tūkst. litų bauda už manipuliavimą rinka dirbtinai keliant AB „Apranga“ akcijų kainą; UAB DK „PZU Lietuva“ už manipuliavimą rinka AB „Vilniaus degtinė“ akcijomis buvo paskirta 12 tūkst. litų bauda; K. B. buvo paskirta 1,5 tūkst. eurų bauda už neteisėtą viešai neatskleistos informacijos, susijusios su emitentu AB „Agrowill Group“, perdavimą. Nepaisant to, kad atlikti tyrimai rodo tiesioginį priežastinį ryšį tarp griežtesnio finansų rinkų reguliavimo ir rinkos likvidumo didėjimo, šiuo metu nėra aišku, kaip Piktnaudžiavimo rinka reglamente (ES) Nr. 596/2014 įtvirtintos baudos turės būti taikomos Lietuvos administracinėje teisėje.

Taip pat atkreiptinas dėmesys, kad Lietuvoje už BK 217, 218 straipsniuose numatytų veikų, kurios kriminalizuotos daugiau nei dešimtmetį, padarymą nei vienas

subjektas dar nebuvo patrauktas baudžiamojon atsakomybėn. Tuo tarpu išnagrinėję ESMA raportą, M. G. Faure ir G. Leger padarė išvadą, kad laikotarpiu nuo 2008 m. iki 2010 m. 15 valstybių narių už pasinaudojimą viešai neatskleista informacija pritaikė 155 poveikio priemones pagal baudžiamuosius įstatymus. Manytina, kad viena iš tokios Lietuvoje susiklosčiusios situacijos priežasčių, specifinių piktnaudžiavimo rinka srities žinių trūkumas, kuris teisėsaugos institucijoms trukdo atskleisti ir tinkamai kvalifikuoti nagrinėjamas veikas.

Nepaisant siekio piktnaudžiavimo rinka sritį ES harmonizuoti tiesiogiai taikomo reglamento pagalba, kai kurios abstrakčios piktnaudžiavimo rinka srities sąvokos, tokios kaip „klaidinantis“, „dirbtinis“, „didelis poveikis kainai“, iš anksčiau galiojusių direktyvų buvo perkeltos į Piktnaudžiavimo rinka reglamentą (ES) Nr. 596/2014, o taip pat į BK 218 straipsnio dispoziciją, todėl šios srities teisės normų taikymas ir toliau gali kelti problemų. Nevienodą piktnaudžiavimo rinka režimo nuostatų aiškinimą ir taikymą taip pat lemia tai, kad ES kapitalų rinkos iki šiol yra skirtingo išsivystymo lygio, skiriasi ir valstybių narių priežiūros institucijų kompetencijos lygis, taip pat teismų požiūris į piktnaudžiavimo rinka sritį.

Be to, šiuolaikiniame globaliame pasaulyje piktnaudžiavimo rinka veiksmai dažnai yra tarpvalstybiniai. 2009 metų *Jacques de Larosiere* ataskaitoje kaip viena iš svarbiausių finansų rinkų priežiūros problemų įvardinta tai, kad finansų institucijos veikia tarptautiniu, tuo tarpu priežiūros institucijos – nacionaliniu lygmeniu. Atsižvelgiant į finansų rinkų tarptautiškumą, technologines galimybes pažeidėjams veikti tarpvalstybiniu lygiu, naujų prekybos vietų, finansinių priemonių, investavimo strategijų ir grėsmių atsiradimą, tarpvalstybiniai piktnaudžiavimo rinka tyrimai yra pakankamai sudėtingi. Vykdam piktnaudžiavimo rinka tyrimus, dažnai tam tikrų įrodymų buvimo vieta yra kitos valstybės teritorijoje, be to, reikšmingai išsiplėtė finansų rinkų dalyvių ratas ir nemaža jų dalis būna įsteigti už įprastų jurisdikcijų ribų, pavyzdžiui, Kaimanų salose, todėl neretai pakankamai sudėtinga surinkti įrodymus, kurių buvimo vieta yra užsienio valstybės teritorija. Dėl išvardintų priežasčių finansų rinkų priežiūra reikšmingai pasunkėja. Atsižvelgiant į tai, šiame darbe pateikta minėtų pažeidimų sudėčių požymių analizė turėtų užpildyti nagrinėjamos srities žinių trūkumą bei užtikrinti efektyvesnę administracinės ir baudžiamosios atsakomybės neišvengiamumo

principo laikymąsi, o taip pat kokybišką Lietuvos institucijų pagalbą tarpvalstybinėse piktnaudžiavimo rinka tyrimuose.

Nors nemažai Lietuvos bei kitų šalių mokslininkų nagrinėjo įvairius su finansų rinkomis susijusius klausimus, tačiau didžioji dalis mokslinės literatūros ne tik nenagrinėja aktualių Lietuvos teisės aktų draudimo piktnaudžiauti rinka srityje, bet ir yra parengta dar iki naujųjų ES teisės aktų, t. y. Piktnaudžiavimo rinka reglamento (ES) Nr. 596/2014 ir Direktyvos 2014/57/ES dėl baudžiamųjų sankcijų, įsigaliojimo. Tuo tarpu minėti teisės aktai nuo 2016 m. reikšmingai pakeitė ne tik ES, bet ir Lietuvos piktnaudžiavimo rinka srities reglamentavimą.

Be to, baudžiamosios teisės teorijoje, iki šios disertacijos parengimo, nebuvo pateikta atsakymo, kaip vertinti BK 217, 218 straipsniuose numatytus pavojingus padarinius, kurie taip pat yra pagrindinis baudžiamosios ir administracinės atsakomybės už piktnaudžiavimo rinka veiksmus atbajavimo kriterijus. Šioje disertacijoje taip pat vertinama, ar Direktyvos 2014/57/ES dėl baudžiamųjų sankcijų įgyvendinimo procese buvo atsižvelgta į praktikoje Lietuvoje egzistavusias teisės aktų nuostatų ir jų taikymo problemas, kadangi šis vertinimas padeda nustatyti, ar atlikti BK 217, 218 straipsnių pakeitimai yra pakankami.

Disertacijoje siekiama pateikti abiejų pagrindinių, didžiausią žalą efektyviam finansų rinkų funkcionavimui sukeliančių, piktnaudžiavimo rinka formų, t. y. pasinaudojimo viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka, teisinio reglamentavimo bei administracinės ir baudžiamosios atsakomybės už piktnaudžiavimą rinka, analizę.

Disertacijos tyrimo objektas apima aktualiausius draudimo piktnaudžiauti rinka ypatumus ir administracinės bei baudžiamosios atsakomybės aspektus. Atskleidus pagrindinių piktnaudžiavimo rinka draudimų turinį, šio darbo tyrimas koncentruojamas į administracinių nusižengimų ir nusikalstamų veikų sudėčių požymių lyginamąją analizę. Siekiant užtikrinti, kad analizė būtų giluminė, šiame darbe nagrinėjami ne visi pasinaudojimo viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka pažeidimų sudėčių požymiai, tačiau koncentruojamasi į tų požymių analizę, kurie kelia daugiausia neaiškumų, t. y.: objekto, dalyko, veikos, subjekto (pasinaudojimo viešai neatskleista informacija atveju) bei padarinių. Objekto ir subjekto požymių analizės pasirinkimą

nulėmė nagrinėjamų pažeidimų specifiškumas, veikos ir dalyko (viešai neatskleistos informacijos turinio aspektu) – teismų praktikos probleminiai aspektai, tuo tarpu padarinių – siekis atskleisti baudžiamosios ir administracinės atsakomybės už piktnaudžiavimą rinka atribojimo kriterijų turinį. Taip pat nagrinėjami aktualūs teisinės atsakomybės nustatymo bei taikymo klausimai, susiję ne tik su nacionaliniais, bet ir naujais piktnaudžiavimo rinka srities ES teisės aktais (Piktnaudžiavimo rinka reglamentu (ES) Nr. 596/2014 ir Direktyva 2014/57/ES dėl baudžiamųjų sankcijų). Kadangi iki Piktnaudžiavimo rinka reglamento (ES) Nr. 596/2014 įsigaliojimo Lietuvos administracinėje teisėje buvo įtvirtintos bei taikomos itin mažos administracinės baudos, tuo tarpu baudžiamoji atsakomybė už piktnaudžiavimo rinka veiksmus apskritai nebuvo taikyta, šioje disertacijoje analizuojamas poveikio priemonių teisingumas bei proporcingumas piktnaudžiavimo rinka veiksnių pavojingumui, jų sąsajos su kitomis poveikio priemonėmis bei tarpšakinis (baudžiamųjų ir administracinių baudų) suderinamumas. Atsižvelgiant į tai, kad Piktnaudžiavimo rinka reglamente (ES) Nr. 596/2014 numatytos administracinės baudos gali būti vertinamos kaip baudžiamosios priemonės, vertinama, ar Lietuvos bankas yra tinkamas minėtas baudas taikantis subjektas. Be to, nepaisant to, kad teisės doktrinoje nurodoma, kad baudžiamieji įstatymai bei jų griežtinimas ne visada yra efektyviausia veiksmingos nusikalstamumo kontrolės priemonė, Direktyvos 2014/57/ES dėl baudžiamųjų sankcijų nuostatos numato ne tik pareigą Lietuvoje už pasinaudojimą viešai neatskleista informacija ir manipuliavimą rinka įtvirtinti gerokai griežtesnę baudžiamąją atsakomybę (direktyvos 7 straipsnis), negu buvo numatyta BK 217, 218 straipsniuose, bet valstybėms narėms taip pat nustatoma teisė įtvirtinti griežtesnes baudžiamosios teisės nuostatas, negu numatyta minėtoje direktyvoje (direktyvos (20) preambulės dalis). Atsižvelgiant į tai, analizuojama, kokios laisvės atėmimo bausmės ribos už piktnaudžiavimo rinka veiksmus Lietuvoje atitinka teisingumo bei proporcingumo principus.

Taigi, atsižvelgiant į pasirinkto tyrimo objekto kompleksiskumą, pagrindinis šio darbo tikslas – išanalizuoti draudimo piktnaudžiauti rinka turinį ir administracinės bei baudžiamosios atsakomybės už piktnaudžiavimą rinka probleminius aspektus istoriniu, teoriniu ir taikomuoju požiūriu, tiriant pagrindines piktnaudžiavimo rinka formas, identifikuojant moksliniu požiūriu problemiškus piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo bei jo praktinio taikymo aspektus, ir pasiūlyti nustatytų problemų sprendimo būdus.

Disertacijos struktūrą sudaro įvadas, trys dalys, išvados ir pasiūlymai, bei literatūros sąrašas. *Pirmojoje dalyje* siekiama padėti pagrindą tolesniam tyrimui. Šioje darbo dalyje nagrinėjami bendrieji draudimo piktnaudžiauti rinka klausimai, analizuojama piktnaudžiavimo rinka samprata ir pagrindinės piktnaudžiavimo rinka formos, t. y. pasinaudojimas viešai neatskleista informacija ir manipuliavimas rinka. Nagrinėjamos draudimo naudotis viešai neatskleista informacija ir draudimo manipuluoti rinka atsiradimo istorinės prielaidos, šių draudimų turinys bei pagrįstumas. Analizuojami pagrindiniai pasinaudojimo viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka veiksmi. Atliekamas vertinimas, kokią įtaką piktnaudžiavimo rinka veiksmi turi finansų rinkai ir jos dalyviams. Daroma piktnaudžiavimo rinka srities ES teisės aktų bei jose nustatytų draudimų piktnaudžiauti rinka lyginamoji analizė. *Antrojoje dalyje* atliekama pasinaudojimo viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka administracinių nusižengimų bei nusikalstamų veikų sudėčių kai kurių požymių lyginamoji analizė. Ši analizė atliekama skirtingais pjūviais, t. y. lyginamas Lietuvoje iki 2016 m. liepos 3 d. galiojęs piktnaudžiavimo rinka srities teisinis mechanizmas su naujaisiais ES piktnaudžiavimo rinka srities teisės aktais bei jų pagrindu atliktais Lietuvos teisės aktų pakeitimais; taip pat lyginamos piktnaudžiavimo rinka srities administracinės bei baudžiamosios teisės nuostatos. Šioje darbo dalyje atskleidžiamas pagrindinių administracinės ir baudžiamosios atsakomybės už pasinaudojimo viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka veikas atribojimo kriterijų turinys, nustatomi probleminiai šių veikų kvalifikavimo aspektai bei pateikiami pasiūlymai dėl teisės aktų tobulinimo. *Trečiojoje dalyje* siekiama įvertinti teisės aktų, reglamentuojančių administracinę ir baudžiamąją atsakomybę už piktnaudžiavimą rinka, sankcijas darnos, teisingumo bei proporcingumo aspektais. Kadangi Piktnaudžiavimo rinka reglamento (ES) Nr. 596/2014 30 straipsnyje numatyta viršutinė baudos riba, lyginant su iki 2017 m. birželio 28 d. ANK numatytų baudų dydžiais, yra išskirtinai didelė, siekiama įvertinti, ar į Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymo 93 straipsnio 1 dalies 14 ir 17 punktus perkeltos baudos atitinka teisingumo bei proporcingumo principus. Atsižvelgiant į tai, kad Piktnaudžiavimo rinka reglamente (ES) Nr. 596/2014 numatytos administracinės baudos vertinamos kaip baudžiamosios priemonės, taip pat analizuojama, ar finansų rinkų priežiūros institucija yra tinkamas minėtas baudas taikantis subjektas. Šioje darbo dalyje taip pat analizuojamas BK 217,

218 straipsnių sankcijose numatytos laisvės atėmimo baudmės atitikimas teisingumo bei proporcingumo principams.

Disertacijoje naudojami teisės mokslo pripažįstami ir plačiai paplitę teisinės analizės metodai. Pagrindiniai darbe taikyti tyrimo metodai: lyginamosios analizės, loginis – analitinis, istorinis, teleologinis, lingvistinis, duomenų rinkimo ir duomenų analizės, bei aprašomasis. Itin didelis dėmesys buvo skirtas lyginamosios analizės bei loginiam – analitiniams metodams. *Lyginamosios analizės* metodas darbe buvo plačiai naudojamas siekiant užtikrinti piktnaudžiavimo rinka reiškinio (sampratos, požymių, formų bei draudimų) ištyrimo įvairiapusiškumą bei pasinaudoti skirtingų valstybių teisės doktrinos atstovų sukaupta patirtimi, taip pat įvairių teismų (ESTT, EŽTT ir valstybių narių) sprendimų argumentais, tokiu būdu atskleidžiant Lietuvos finansų rinkoje sąlyginai naują piktnaudžiavimo rinka veiksmų turinį. Lyginamosios analizės metodo pagalba buvo tiriamos įvairių teisės aktų nuostatos. Ši analizė buvo atliekama trimis pagrindiniais pjūviais. Visų pirma, buvo nagrinėjami ES teisės aktai piktnaudžiavimo rinka srityje, kadangi būtent šie dokumentai turi tiesioginę įtaką Lietuvoje kuriamam piktnaudžiavimo rinka srities teisiniam mechanizmui. Antra, buvo analizuojamos bei lyginamos teisės normos, įtvirtinančios baudžiamąją bei administracinę atsakomybę už piktnaudžiavimo rinka veiksmus; ši analizė padėjo nustatyti pagrindinius administracinės bei baudžiamosios atsakomybės atribojimo kriterijus. Galiausiai, buvo atliekamas pirminio bei naujojo piktnaudžiavimo rinka srities reglamentavimo (tiek ES, tiek Lietuvos) palyginimas, kuris leido atskleisti įstatymų leidėjo siekius ir naujojo teisinio režimo privalumus bei trūkumus. Tuo tarpu *loginis – analitinis* metodas padėjo identifikuoti svarbiausius piktnaudžiavimo rinka požymius, klasifikuoti piktnaudžiavimo rinka formas, išskirti pagrindinius pasinaudojimo viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka pasireiškimo būdus. Šis metodas taip pat buvo naudojamas analizuojant pagrindines pasinaudojimo viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka pažeidimų kvalifikavimo, o taip pat administracinės bei baudžiamosios atsakomybės nustatymo, problemas. Galiausiai, loginis – analitinis metodas padėjo suformuluoti pagrindines tyrimo išvadas.

Išskirtinos svarbiausios disertacijoje daromos išvados.

1. Piktnaudžiavimas rinka – tai neteisėti veiksmai, kuriais pažeidžiamas sąžiningas finansų rinkos funkcionavimas. Finansų rinkų srityje *piktnaudžiavimo rinka* terminas tiek doktrinoje, tiek teisės aktuose visų pirma siejamas su dviem pagrindinėmis piktnaudžiavimo rinka formomis, t. y.: *pasinaudojimu viešai neatskleista informacija*, bei *manipuliavimu rinka*. Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija – tai veiksmai arba jų visuma, kai neteisėtai pasinaudojama (plačiaja prasme) asmeniui žinoma viešai neatskleista informacija. Tuo tarpu manipuliavimas rinka – tai bet kokie veiksmai ar jų visuma, kuriais daromas dirbtinis poveikis finansinių priemonių pasiūlai, paklausai ir (arba) kainai. Draudimas piktnaudžiauti rinka ir šio draudimo reglamentavimas yra būtinas, kadangi, piktnaudžiavimo rinka veiksmai turi neigiamą poveikį finansų rinkos sklandžiam funkcionavimui ir jos dalyvių teisėtiems interesams. Piktnaudžiavimo rinka veiksmais: 1) pažeidžiamas pasitikėjimas finansų rinka; 2) padaroma žala finansų rinkos dalyviams bei finansų rinkos stabiliam funkcionavimui; 3) pažeidžiamas finansų rinkos skaidrumas, sąžiningas veikimas ir investuotojų lygiateisiškumas; be to, 4) neigiami piktnaudžiavimo rinka padariniai kyla plataus spektro subjektų ratui.

2. Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka administracinio nusižengimo (Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymo 93 straipsnio 1 dalies 14 ir 17 punktai ir Piktnaudžiavimo rinka reglamento (ES) Nr. 596/2014 14, 15 straipsniai) bei nusikalstamos veikos (BK 217, 218 straipsniai) tiesioginis objektas sutampa ir yra *prekybos finansų rinkose tvarka*. Minėti neteisėti veiksmai pažeidžia investuotojų lygiateisiškumą, sukuria informacijos asimetrijos sąlygas, klaidina finansų rinkos dalyvius bei dirbtinai paveikia finansinių priemonių kainos formavimo mechanizmą. Atsižvelgiant į tai, prekyba finansinėmis priemonėmis nustoją būti sąlygota natūralių (ne dirbtinių) pasiūlos ir paklausos veiksnių.

3. Viešai neatskleistos informacijos turinio atskleidimo pagrindiniai kriterijai: 1) *informacijos apie planuojamus ar įvykusius įvykius reikšmingumas ir tikslumas*. Pakankamai tiksli informacija yra tokia, kuri leistų investuotojui priimti investicinį sprendimą be rizikos arba su maža finansine rizika. Informacijos tikslumo kriterijų gali atitikti ne tik informacija apie įvykusius faktus, bet taip pat informacija apie pagrįstai ateityje galinčius įvykti įvykius; 2) *informacijos sąsajos su emitentu*. Paprastai tiesiogiai su bendrove susijusi informacija yra tokia, kuri susijusi su bendrovės valdymu,

finansiniais veiklos rodikliais ir jų pokyčiais, stambių akcininkų struktūros pokyčiais; tuo tarpu netiesiogiai su bendrove susijusi informacija dažniausiai atspindi makroekonominis veiksnis; 3) *informacija nėra atskleista teisės aktų nustatyta tvarka*. Bendraja prasme, administracinė arba baudžiamoji atsakomybė už pasinaudojimą viešai neatskleista informacija turėtų kilti tik tuo atveju, kai veikos padarymo metu viešai neatskleista informacija nebuvo atskleista finansų rinkas reglamentuojančių teisės aktų nustatyta tvarka. Tačiau administracinėse bylose sandorių sudarymas oficialaus siūlymo metu, kai subjektui viešai neatskleista informacija buvo žinoma iki jos atskleidimo teisės aktų nustatyta tvarka ir investicinis sprendimas buvo priimtas remiantis minėta informacija, taip pat vertinamas kaip draudimo naudotis viešai neatskleista informacija pažeidimas; ir 4) *minėtos informacijos atskleidimas gali turėti didelės įtakos finansinių priemonių kainai*. Remiantis šiuo kriterijumi, būtina įvertinti tikėtiną poveikį akcijų kainai, jeigu informacija būtų atskleista pasinaudojimo viešai neatskleista informacija momentu.

4. Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija veikas galima išskirti į tris pagrindines grupes: 1) *prekybos veiksmai viešai neatskleistos informacijos pagrindu* – tai sandorių sudarymo ir (arba) pateiktų pavedimų modifikavimo veiksmai, kurie remiasi asmeniui žinoma viešai neatskleista informacija. Administracinėse bylose laikomasi nuostatos, kad jeigu asmuo žino viešai neatskleistą informaciją ir, suprasdamas šios informacijos pobūdį, sudaro sandorius dėl atitinkamų finansinių priemonių, asmuo *pasinaudoja* jam žinoma viešai neatskleista informacija; 2) *neteisėtas viešai neatskleistos informacijos perdavimas* – tai bet kokie veiksmai ar jų visuma, kai viešai neatskleistą informaciją žinantis asmuo šią informaciją perduoda bent vienam asmeniui, kuris neturi teisės su ja susipažinti. Viešai neatskleistos informacijos perdavimo būdo nustatymas nėra privalomas nagrinėjamos veikos kvalifikavimo požymis; ir 3) *raginimas atlikti prekybos veiksmus viešai neatskleistos informacijos pagrindu* – bet kokia forma paraginti (rekomenduoti, pasiūlyti, paskatinti, patarti) asmenį, kuris neturi teisės susipažinti su viešai neatskleista informacija, atlikti tam tikrus prekybos finansinėmis priemonėmis veiksmus, atsižvelgiant į kaltininkui žinomą viešai neatskleistą informaciją.

Manipuliavimo rinka veikas taip pat galima išskirti į dvi pagrindines grupes: 1) *manipuliavimą informacija*, kai skleidžiama tam tikro turinio informacija, kuri suklaidina finansų rinkos dalyvius dėl tikrosios emitento padėties ir (ar) jo išleistų

finansinių priemonių vertės. Žurnalistų atžvilgiu administracinė atsakomybė už manipuliavimą informacija galima tik tais atvejais, kai dėl manipuliavimo informacija veiksmų padarymo žurnalistai gavo tam tikrą naudą ir (arba) siekė suklaidinti rinką; ir 2) *manipuliavimą rinką vykdant prekybos veiksmus*, kai prekyba finansinėmis priemonėmis yra apsimestinė ir teikiamais pavidimais bei sudaromais sandoriais nėra siekiama sukurti tikrąsias teisingas pasekmes, tačiau turimas tikslas suklaidinti investuotojus dėl tikrosios emitento finansinių priemonių pasiūlos, paklausos ir (arba) kainos.

5. Iki 2016 m. liepos 14 d. vieninteliu administracinės ir baudžiamosios atsakomybės už piktnaudžiavimą rinką atribojimo kriterijumi buvo *didelės turtinės žalos* vertinamasis požymis. Išskirtini tokie minėto požymio turinio atskleidimo kriterijai: pagrindinis – žalos pinigine išraiška, papildomi – padarytos žalos reikšmingumas nukentėjusiam asmeniui ir emitento pobūdis. BK 217 ir 218 straipsnių dispozicijose numatytų pavojingų padarinių praplėtimas alternatyviais požymiais, t. y., *asmuo savo ar kitų asmenų naudai išvengė didelės turtinės žalos arba gavo didelės turtinės naudos*, yra pagrįstas, kadangi atitinka praktikoje dažniausiai kylančius pavojingus padarinius. Šių požymių pagrindinis turinio atskleidimo kriterijus – išvengtos žalos arba gautos naudos pinigine išraiška. Tuo tarpu kito alternatyvaus požymio, t. y. *sunkūs padariniai finansinių priemonių rinkai ir (ar) finansų sistemai*, dėl šio požymio abstraktumo bei turinio atskleidimo kriterijų stokos teisės aktuose, teisės doktrinoje ir teismų praktikoje, įstatymų leidėjui siūloma atsisakyti.

6. BK 224¹ straipsnio 2 dalyje įtvirtinta nuostata neužtikrina tinkamo ir proporcingo baudžiamosios bei administracinės atsakomybės už pasinaudojimo viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinką veikas subalansavimo, o taip pat *ultima ratio* principo laikymosi, kadangi minėtame straipsnyje numatyta 250 MGL turtinės žalos ir turtinės naudos dydžio suma yra per maža. Atsižvelgiant į tai, būtina gerokai pakelti BK 224¹ straipsnio 2 dalyje numatytą žalos bei naudos pinigine išraišką. BK 217, 218 straipsniuose numatyta *turtinė žala* ir *turtinė nauda* turėtų būti laikoma *didele*, kai jos vertė viršija bent jau 1000 BBND dydžio sumą.

7. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymo 93 straipsnio 1 dalies 14 ir 17 punktuose numatytos administracinės baudos už Piktnaudžiavimo rinką reglamento (ES) Nr. 596/2014 14 ir 15 straipsniuose numatytų draudimų piktnaudžiauti rinką pažeidimus neatitinka teisingumo ir proporcingumo principų, kadangi įtvirtintos

baudos nėra suderinamos su: 1) Lietuvos administracinių baudų dydžiais; 2) Lietuvos finansų rinkos dydžiu bei išsivystymo lygiu; 3) ir Lietuvos finansų rinkos dalyvių finansinėmis galimybėmis sumokėti paskirtą baudą; be to, 4) įtvirtintos baudos neatitinka būtinumo kriterijaus ir gali turėti neigiamą įtaką investicinei veiklai Lietuvoje; 5) minėtos baudos taip pat yra nesuderinamos su baudžiamajame įstatyme numatytais baudomis. Lietuvos finansų rinkos priežiūros institucija (Lietuvos bankas) – tinkamas administracinių baudų už draudimų piktnaudžiauti rinka pažeidimus taikymo subjektas. Šis modelis, siekiant užtikrinti atgrasantį piktnaudžiavimo rinka veikslių poveikį, yra efektyvus, o taip pat atitinka EŽTT praktiką šioje srityje.

8. Įgyvendinant Direktyvos 2014/57/ES dėl baudžiamųjų sankcijų nuostatas Lietuvos teisėje, bei siekiant užtikrinti saugotinių gėrių hierarchiją Lietuvos BK, pagrįstai nebuvo pasinaudota minėtoje direktyvoje įtvirtinta teise nustatyti didesnes negu ketverių metų laisvės atėmimo bausmes. Šis tyrimas taip pat atskleidė, kad atsižvelgiant į tarpvalstybinį piktnaudžiavimo rinka veikslių pobūdį bei bendros ES finansų rinkos kūrimo tendencijas, BK 217, 218 straipsniuose numatyta laisvės atėmimo bausmės riba nėra pernelyg aukšta. Taigi, nuo 2016 m. liepos 14 d. BK 217, 218 straipsniuose numatyta iki ketverių metų laisvės atėmimo bausmės riba yra teisinga bei proporcinga.