

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETO
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETO
BANKININKYSTĖS IR FINANSŲ KATEDRA

OLGA PETRENKO
(FINANSŲ RINKOS)

PIKTNAUDŽIAVIMAS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKA: PROBLEMA,
IDENTIFIKAVIMAS, PREVENCIJA

Magistro baigiamasis darbas

Darbo vadovas –
docentas dr.
Romanas Urniežius

Vilnius, 2007

TURINYS

ĮVADAS.....	3
1. MANIPULIAVIMAS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKA.....	6
1.1. Manipuliavimo rinka samprata.....	7
1.2. Manipuliavimo rinka būdai ir metodai.....	13
1.3. Manipuliavimo rinka daroma žala.....	17
2. PASINAUDOJIMAS VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA.....	20
2.1. Viešai neatskleistos informacijos samprata.....	20
2.2. Esminių įvykių apibūdinimas ir jų pranešimas.....	23
2.3. Asmenų, galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją, sandoriai ir jų atskleidimas.....	26
3. PIKTNAUDŽIAVIMŲ RINKA IDENTIFIKAVIMAS IR PREVENCIJA.....	29
3.1 Įtartinų signalų identifikavimas.....	30
3.2 Piktnaudžiavimų rinka prevencija.....	34
3.2 Tyrimų vykdymas pagal išskirtus signalus.....	36
3.2.1 Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija tyrimas.....	38
3.2.2 Manipuliavimo vertybinių popierių kaina tyrimas.....	40
IŠVADOS.....	44

IVADAS

Efektyvus vertybinių popierių rinkos funkcionavimas yra grindžiamas sąžininga prekyba, savalaikiu ir pilnu informacijos atskleidimu bei investuotojų teisių apsaugos garantija. Rinkos funkcionavimo efektyvumas gali būti pasiektas tik tuo atveju, jeigu yra sėkmingai įgyvendinama piktnaudžiavimo vertybinių popierių rinka identifikavimo ir prevencijos sistema. Piktnaudžiavimus vertybinių popierių rinka galima būtų išskirti į dvi pagrindines grupes: manipuliavimą vertybinių popierių kaina ir pasinaudojimą viešai neatskleista informacija.

Teisės aktų, draudžiančių manipuliavimą rinka ir prekybą vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, tikslas – užtikrinti finansų rinkos vientisumą ir sustiprinti investuotojų pasitikėjimą ja. Rinkos vientisumas, savo ruožtu, užtikrina integruotos ir efektyvios finansų rinkos funkcionavimą. Todėl būtina įgyvendinti adekvačias priemones kovai tiek su manipuliavimu rinka, tiek su prekyba vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija,

Kompetentingos priežiūros institucijos siekia užtikrinti savalaikę ir visą apimančią investuotojų apsaugą ir užkirsti kelią galimiems manipuliavimo vertybinių popierių kaina ar pasinaudojimo viešai neatskleista informacija atvejams. Tam pasiekti turi būti taikomi efektyvūs metodai ir taisyklės, taip pat adekvačios baudos ir sankcijos. Konkrečios Europos šalies taikoma praktika turi būti suderinta su kitų Europos Sąjungos šalių praktika, siekiant užtikrinti efektyvų rinkos funkcionavimą visoje Europos Sąjungoje. Šiame darbe plačiau bus aptarti ir išnagrinėti manipuliavimo vertybinių popierių kaina ir pasinaudojimo viešai neatskleista informacija aspektai, atitinkamų pažeidimų identifikavimo ir prevencijos metodai.

Lietuvos vertybinių popierių rinka yra pakankamai jauna – ji pradėjo formuotis tik 1992 metais, kai buvo priimti pirmieji įstatymai, reglamentuojantys jos veiklą, bei įsteigtos vertybinių popierių rinkos funkcionavimui būtinos institucijos: Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija (toliau – Komisija), Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas ir Nacionalinė (vėliau – Vilniaus) vertybinių popierių birža (toliau – Birža).

Lietuvoje vertybinių popierių rinką reguliuoja ir prižiūri Komisija. Ši institucija turi užtikrinti efektyvų vertybinių popierių rinkos funkcionavimą, sąžiningą prekybą ir investuotojų apsaugą. Komisija, atlikdama įstatymų nustatytas funkcijas, siekia užkirsti kelią tokiems piktnaudžiavimams vertybinių popierių rinka kaip manipuliavimas vertybinių popierių kaina, naudojimas viešai neatskleista informacija, smulkiųjų akcininkų teisių pažeidimas ir kitiems vertybinių popierių rinkos iškraipymams.

Piktnaudžiavimo rinka problema yra nauja ir Lietuvoje mažai nagrinėta tema. 2001 metais Lietuvoje buvo išaiškintas pirmas atvejis, kai buvo manipuluota vertybinių popierių kaina, o 2002 metais pirmą kartą buvo įrodytas pasinaudojimo viešai neatskleista informacija

prekiaujant vertybiniais popieriais atvejais. 2003 metais Lietuvos kapitalo rinkos istorijoje pirmą kartą fiziniam asmeniui paskirta pinigine bauda už manipuliavimą akcijų kaina. Taip pat Vertybinių popierių komisijos ataskaitoje nurodoma¹, kad 2003 metais kai kurie viešosios apyvartos tarpininkai, teikiantys pavedimų priėmimo internetu paslaugą, nesiėmė reikiamų priemonių, galinčių apsaugoti rinką nuo ją iškreipiančių pavedimų. 2004 metais buvo nustatyti net du manipuliavimo rinka atvejai².

Tai vienas pirmųjų bandymų analizuoti Lietuvoje mažai nagrinėtą draudimo manipuluoti vertybinių popierių kaina ir pasinaudoti viešai neatskleista informacija prekiaujant vertybiniais popieriais problema, apžvelgiant šio draudimo ekonominę reikšmę ir prevencines priemones. Kaip matyti iš aukščiau pateiktos statistikos, piktnaudžiavimo rinka problema yra naujas ir kol kas mažai ištirtas reiškinys mūsų šalies vertybinių popierių rinkoje, todėl darbe bus daugiausia remiamasi užsienio priežiūros institucijų praktika: Didžiosios Britanijos kompetentingos vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijos – Financial Services Authority (toliau – FSA), tarptautinės vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijų organizacijos – International Organization on Securities Commission (toliau – IOSCO,) Kanados kompetentingos vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijos – Canadian Securities Administrators (toliau – CSA) ir Jungtinių Amerikos Valstijų kompetentingos institucijos – U. S. Securities and Exchange Commission (toliau – SEC). Taip pat darbe bus remiamasi Europos Komisijos patvirtintais teisės aktais ir užsienio autorių darbais.

Problema. Nevykdant efektyvios rinkos priežiūros, užkirsiančios kelią manipuliavimui vertybinių popierių kaina ir pasinaudojimui viešai neatskleista informacija, yra žlugdomas investuotojų pasitikėjimas vertybinių popierių rinka.

Temos aktualumas. Vystantis globalizavimo ir rinkų integravimo tendencijoms, draudimo manipuluoti vertybinių popierių kaina užtikrinimas yra svarbus, siekiant skatinti finansų rinkos plėtrą. Atitinkamai, prekyba, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ypač vykdoma emitentų vadovų, trukdo patikimo vertybinių popierių rinkos veikimo principo įgyvendinimui. Svarbu laiku nustatyti veiksmus, traktuojamus kaip manipuliavimas vertybinių popierių rinka arba pasinaudojimas viešai neatskleista informacija ir įgyvendinti efektyvias prevencines priemones.

Darbo objektas – vertybinių popierių rinka

Darbo dalykas – piktnaudžiavimų vertybinių popierių rinkos būdai, jų identifikavimas ir prevencinės priemonės

Darbo tikslas – vadovaujantis Lietuvos Respublikos ir Europos Sąjungos vertybinių

¹ Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2003 m. darbo ataskaita

² Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2005 m. darbo ataskaita

popierių rinkas reguliuojančiais teisės aktais, užsienio bei Lietuvos praktika, mokslo teoretikų darbais, išanalizuoti galimus piktnaudžiavimo vertybinių popierių rinka būdus ir jų identifikavimo mechanizmus, pateikti pasiūlymus dėl naudotinų signalų ir tyrimo metodų, siekiant užkirsti kelią rinkos iškraipymams ar sumažinant tokių atvejų galimybę.

Uždaviniai keliami užsibrėžto tikslo realizavimui:

- aptarti manipuliavimo rinka sampratą, apžvelgti teisinę bazę, reglamentuojančią manipuliavimo rinka draudimą;
- aptarti viešai neatskleistos informacijos sampratą, apžvelgti teisinę bazę, reglamentuojančią prekybos, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, draudimą;
- remiantys užsienio ir Lietuvos praktika išanalizuoti ir įvardinti, galimų draudžiamų veikslių požymius;
- išskirti galimus metodus, padedančius aptikti piktnaudžiavimo rinka atvejus;
- pateikti pasiūlymus dėl piktnaudžiavimo rinka prevencinių priemonių taikymo.

Šiame darbe iš pradžių bus analizuojami manipuliavimo rinka atvejai ir atitinkami draudimai, kurie nustatyti vertybinių popierių rinkos dalyviams. Aptariamas kiekvienas tokio draudimo atvejis siekiant išsiaiškinti, kada ir kaip dalyviai gali bandyti manipuluoti rinka.

Antrame skyriuje analizuojama prekyba, pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Detalizuojama viešai neatskleistos informacijos sąvoka bei apibrėžiami pagrindiniai jos požymiai. Analizuojami esminių įvykių pavyzdžiai, aptariamas informacijos apie esminius įvykius ir pranešimų apie vadovų sandorius skelbimo būtinumas ir svarba.

Visos šios analizės pasekoje teikiami pasiūlymai dėl signalų, leidžiančių identifikuoti manipuliavimo ar prekybos, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, atvejus. Įvardijamos galimos prevencinės priemonės. Suformuluojami algoritmai, nusakantys tyrimų vykdymo eigą, siekiant aptikti manipuliavimo vertybinių popierių kaina ir draudžiamos prekybos, pasinaudojant viešai neatskleista informacija atvejus.

Tyrimo metodai. Remiantis, kompetentingų priežiūros institucijų dokumentais ir moksline literatūra taikyti loginės ir lyginamosios analizės, grupavimo ir apibendrinimo metodai. Rašant šį darbą remtasi užsienio autorių literatūros šaltiniais. Kadangi piktnaudžiavimas vertybinių popierių rinka yra ribojamas šalies įstatymais, taip pat analizuotos atitinkamos Europos Komisijos direktyvos bei Lietuvos Respublikos teisės aktai, Komisijos nutarimai bei informacija apie Lietuvos vertybinių popierių rinkos funkcionavimą.

1. MANIPULIAVIMAS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKA

Nuo senų laikų, galimybė dirbtinai įtakoti vertybinių popierių kainą yra aktualus ginčytinas klausimas. Nuo Amsterdamo vertybinių popierių biržos įkūrimo XVII amžiaus pradžioje, makleriai suprato, kad gali pelningai manipuluoti akcijų kaina. Susitarę, jie vykdavo akcijų pardavimą. „Bandos jausmo“ veikiami investuotojai, sekdami maklerių veiksmams, priimdavo atitinkamus investicinius sprendimus ir taip pat parduodavo turimus vertybinius popierius. Akivaizdu, kad padidėjus pasiūlai sumažėdavo kaina. Pagal susitarimą veikiantys makleriai pasinaudodavo rinkoje susiklosčiusia situacija ir susigrąžindavo buvusias akcijų pozicijas mažesne kaina. Be to, buvo pastebėta, kad toks akcijų pardavimas, siekiant numušti kainą („*bear raid*“), gali būti žymiai pelningesnis papildomai skleidžiant tikrovės neatitinkančius gandus apie prastas bendrovės, išleidusios akcijas, veiklos perspektyvas³.

Šiuolaikiniame finansų pasaulyje tiek išsivysčiusiose, tiek besivystančiose rinkose vis dar egzistuoja neišspręsta manipuliavimo vertybinių popierių rinka problema. Manipuliavimas gali pasireikšti įvairiausiais būdais, pavyzdžiui – apskaitos ir finansinės atskaitomybės klastojimas arba klaidinančios informacijos ir gandų skleidimas internetu.

Pagrindiniai dokumentai, nusakantys teisinį piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą Europos Sąjungoje yra:

1. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka);
2. Komisijos direktyva 2003/124/EB, įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvą 2003/6/EB dėl viešai neatskleistos informacijos ir viešo jos atskleidimo apibrėžimo bei manipuliavimo rinka apibrėžimo;
3. Komisijos direktyva 2003/125/EB įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl teisingo investavimo rekomendacijų pateikimo ir interesų prieštaravimų atskleidimo;
4. Komisijos direktyva 2004/72/EB, įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl priimtos rinkos praktikos, viešai neatskleistos informacijos, susijusios su biržos prekių išvestinėmis priemonėmis, organizacijai priklausančių asmenų sąrašo sudarymo, pranešimų apie vadovų sandorius ir apie įtartinus sandorius;
5. Europos vertybinių popierių priežiūros institucijų komiteto (CESR) gairės dėl

³ Aggarwal R. K., Wu G. "Stock Market Manipulation - Theory and Evidence" // AFA 2004 San Diego Meetings. 2003

Piktnaudžiavimo rinka direktyvos įgyvendinimo⁴;

6. Tarptautinės vertybinių popierių priežiūros institucijų organizacijos techninio komiteto (IOSCO) gairės dėl vertybinių popierių rinkos manipuliavimų tyrimų ir teisinių sankcijų taikymo⁵.

Atitinkamas teisinis reglamentavimas parengtas ir Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos:

1. Vertybinių popierių rinkos įstatymo 9 str. „Draudimas naudotis viešai neatskleista informacija prekiaujant vertybiniais popieriais“;
2. Vertybinių popierių rinkos įstatymo 10 str. „Draudimas manipuluoti rinka“;
3. Vertybinių popierių komisijos nutarimas „Dėl manipuliavimo rinka požymių sąrašo ir pranešimų apie galima pasinaudojimą viešai neatskleista informacija ar manipuliavimą rinka pateikimo vertybinių popierių komisijai tvarkos“;
4. Vertybinių popierių komisijos nutarimas „Dėl pranešimų tvarkos apie emitento vadovų, savo vardu sudariusių sandorius dėl emitento, kurio vadovais jie yra, vertybinių popierių“.

1.1 MANIPULIAVIMO RINKA SAMPRATA

Iki šiol nėra vieningos nuomonės kaip tiksliai ir konkrečiai turėtų būti apibrėžiama „manipuliavimo vertybinių popierių rinka“ samprata⁶.

2003/6/EB direktyvoje taip pat nėra pateikiama „manipuliavimo vertybinių popierių rinka“ samprata, tačiau nurodomi sandoriai vertybiniais popieriais ir pavedimai dėl jų, kurie turi manipuliavimo prigimtį, tai:

- sandoriai ar pavedimai prekiauti:
 - kurie suteikia arba gali suteikti neteisingų ar klaidinančių faktų apie vertybinių popierių pasiūlą, paklausą ar kainą, arba
 - kurie asmens ar tarpusavyje susijusių asmenų pagalba užtikrina vienos ar kelių vertybinių popierių nebūdingą ar dirbtinę kainą,
- įvykdyti sandoriai arba pateikti pavedimai prekiauti, kurie panaudoja netikras priemones ar kitokios formos apgaulę ar gudrybę;

⁴ The Committee of European Securities Regulators CESR/04-505 Market Abuse Directive Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive

⁵ Technical committee of the international organization of securities commissions, Investigating and prosecuting market manipulation. May 2000

⁶ A. Chatterjea, J. A. Cherian, R. A. Jarrow „Market manipulation and corporate finance: a new perspective“. Financial management. 1993

- informacijos platinimas suteikiantis arba galintis suteikti neteisingų ar klaidinančių faktų apie vertybinį popierių, įskaitant paskalų ir neteisingų ar klaidinančių naujienų paskleidimą, jeigu asmuo, kuris platino tą informaciją, žinojo ar turėjo žinoti, kad ta informacija yra neteisinga ar klaidinanti.

Pagal aukščiau pateiktus apibrėžimus, galima pateikti tokius manipuliavimo rinka pavyzdžius:

- asmens ar tarpusavyje susijusių asmenų elgesys, siekiant užsitikrinti dominuojančią padėtį vertybinių popierių pasiūlos ar paklausos atžvilgiu, kuria tiesiogiai ar netiesiogiai nustatomos pirkimo ar pardavimo kainos arba sukuriama kitos nesažiningos prekybos sąlygos,
- finansinių priemonių pirkimas ar pardavimas biržos prekybos sesijos pabaigoje, kuriuo klaidinami investuotojai, kurie savo veiksmus grindžia vertybinio popieriaus uždarymo kaina,
- atsitiktinės ar reguliarios galimybės pasinaudoti tradicine ar elektronine žiniasklaida, pareiškiant nuomonę apie finansinę priemonę (arba netiesiogiai apie jos emitentą), prieš tai įgijus tam tikrą padėtį tos finansinės priemonės atžvilgiu ir pasipelnius dėl nuomonių, išsakytų dėl tos priemonės kainos, tuo pačiu metu viešai neatskleidus to interesų prieštaravimo tinkamu ir veiksmingu būdu.

Pastebėtina, kad pačioje direktyvoje nurodyta galimybė keisti manipuliavimo rinka apibrėžimus, siekiant užtikrinti, kad į šią sąvoką būtų galima įtraukti naujus veiklos modelius.

Įgyvendinant aukščiau nurodytą direktyvą, Komisija patvirtino manipuliavimo rinka požymių sąrašą⁷:

1. pateikti pavedimai prekiauti reguliuojamoje rinkoje ar joje sudaryti sandoriai sudaro reikšmingą tos dienos sandorių dėl atitinkamo vertybinio popieriaus kiekio dalį, ypač tuo atveju, kai šie veiksmai sąlygoja reikšmingą to vertybinio popieriaus kainos pokytį;
2. asmenų, turinčių reikšmingas vertybinių popierių pirkimo ar pardavimo pozicijas, pateikti pavedimai prekiauti ar sudaryti sandoriai sąlygoja reikšmingus to vertybinio popieriaus arba susijusios išvestinės finansinės priemonės ar pagrindinio turto, kuriuo galima prekiauti reguliuojamoje rinkoje, kainos pokyčius;

⁷ Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2004 m. lapkričio 5 d. nutarimas Nr. 10 „Dėl manipuliavimo rinka požymių sąrašo ir pranešimų apie galimą pasinaudojimą viešai neatskleista informacija ar manipuliavimą rinka pateikimo vertybinių popierių komisijai tvarkos“// Valstybės žinios. 2004, Nr. 165-6058

3. sudaryti sandoriai nesąlygoja galutinio vertybinio popieriaus, kuriuo prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, savininko nuosavybės teisių pasikeitimo;
4. pateikti pavedimai prekiauti ar sudaryti sandoriai numato pozicijų susigrąžinimą per trumpą laikotarpį ir sudaro reikšmingą tos dienos sandorių dėl atitinkamo vertybinio popieriaus kiekio dalį atitinkamoje reguliuojamoje rinkoje bei gali būti siejami su reikšmingais vertybinio popieriaus, kuriuo prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, kainos pokyčiais;
5. pateikti pavedimai prekiauti ar sudaryti sandoriai susikaupia per trumpą laiko tarpą prekybos sesijos metu ir lemia kainos pokytį, kuris vėliau išnyksta. Tokios prekybos daroma įtaka gali būti pavaizduota grafiškai:



1 pav. Ženklus kainos svyravimas sesijos pradžioje, neįtakojęs uždarymo kainos
Šaltinis AB „Vilniaus vertybinių popierių birža“

6. pateikti pavedimai prekiauti pakeičia geriausio pasiūlymo dėl vertybinio popieriaus, kuriuo prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, išraišką ar siūlymo kainas, arba, dar bendriau, pavedimų knygos, kuria gali pasinaudoti rinkos dalyviai, išraišką ir yra pašalinami dar nespėjus jų įvykdyti;
7. pavedimai prekiauti pateikti arba sandoriai sudaryti tuo laiku arba apytiksliai tuo laiku, kai yra apskaičiuojamos orientacinės kainos, atsiskaitymų kainos ar nustatomos vertės, ir tai lemia kainos pokyčius, turėjusius įtakos minėtų kainų ar vertės nustatymui;
8. asmenys pateikia pavedimus prekiauti ar sudaro sandorius prieš tai ar po to, kai jie patys ar su jais susiję asmenys išplatina neteisingą ar klaidinančią informaciją;

9. asmenys pateikia pavedimus prekiauti ar sudaro sandorius prieš tai ar po to, kai jie patys arba su jais susiję asmenys parengia ar išplatina tyrimų duomenis arba investavimo rekomendacijas, kurie yra klaidingi ar šališki arba kuriais akivaizdžiai siekiama materialinės naudos.

Praplečiant aukščiau pateiktą sąrašą, galima išskirti dar kelias veikas, kurios, remiantys direktyva 2003/124/EC ir CESR/04-505, priskiriamos prie veikų, turinčių manipuliavimo prigimtį:

1. pavedimai arba sandoriai stipriai paveikiantys mažo likvidumo rinkas;
2. pavedimai arba sandoriai susiję su išvestinių instrumentų išleidimu ir vertinimu, siekiant įtakoti jų kainą;
3. sandoriai, numatantys pozicijų susigrąžinimą artimu laiku, kurie sudaro didelę dalį apyvartos ir yra susiję su kainos pasikeitimu.

Kaip galima matyti iš aukščiau pateiktų pavyzdžių, prekybos modeliai, atitinkantys manipuliavimo sampratą gali skirtis. Atitinkamai skiriasi ir sankcijos, taikytinos už įstatymų ir nutarimų, reglamentuojančių manipuliavimą rinką, pažeidimus. Atskirose valstybėse manipuliavimas rinką traktuojamas kaip kriminalinis nusikaltimas, už kurį yra numatyta tik baudžiamoji atsakomybė (Turkija). Kitose – numatyta tiek baudžiamoji, tiek administracinė atsakomybė (Norvegija, Švedija, Nyderlandai, Šveicarija, Didžioji Britanija, Portugalija, JAV). Trečiose numatyta tik administracinė atsakomybė (Lietuva, Ispanija)⁸.

Diskutuojant apie manipuliavimo sampratą, būtina paminėti F. Allen ir D. Gale pasiūlytą manipuliavimų rinką rūšių klasifikaciją⁹. Jie išskyrė tris manipuliavimų kategorijas:

1. manipuliavimas veiksmais (*action-based manipulation*) – vykdant tokių manipuliavimą, suinteresuotas asmuo siekia įtakoti vertybinio popieriaus kainą, sudarydamas sandorius arba teikdamas pavedimus, kurie sudaro tikrovės neatitinkantį ar klaidinantį išpūdį apie vertybinių popierių pasiūlą, paklausą ar kainą arba kitokiu būdu palaikydamas neįprastą ar dirbtinę konkretaus vertybinio popieriaus kainą.

J. L. Vila¹⁰ ir M. Bagnoli ir B. I. Lipman¹¹ nagrinėjo galimybę pelningai manipuluoti atliekant tam tikrus veiksmus. J. L. Vila pateikė manipuliavimo pavyzdį, kai suinteresuoti asmenys vykdo akcijų supirkimą, žinodami apie būsimą oficialaus pasiūlymo teikimą aukštesne nei dabartine rinkos kaina. M. Bagnoli ir L. Lipman sukuria modelį, kuriame suinteresuotas investuotojas

⁸ The British Institute of Interbational and Comparative Law. Comparative implementation of EU directives (I) insidar dealing and Market abuse. 2005

⁹ Allen F., Gale D. Stock-price manipulation. The reviews of financial studies, Volume 5, (1992), 503-529.

¹⁰ Vila J. L. „Simple games of market manipulation“. Economic Letters, 29, 21-26, 1999

¹¹ Bagnoli M., Lipina. L. „Stock price manipulation through takeover bids“, Karnegi Mellon University, 1990

bendradarbiauja su asmeniu, galinčiu daryti įtaką tikrajai bendrovės vertei. Jų aprašytame modelyje, suinteresuotas asmuo išigyja stambią konkretaus vertybinio popieriaus poziciją. Vėliau yra paskelbiamas oficialus pasiūlymas ir jis parduoda turimas akcijas aukštesne nei išigijimo kaina. Realizuotas pelnas atitenka tiek asmeniui vykdžiusiam akcijų supirkimą, tiek asmeniui sugebėjusiam įtakoti oficialaus pasiūlymo kainą.

2. manipuliavimas informacija (*information-based manipulation*) – šiuo atveju, suinteresuotas asmuo siekia įtakoti vertybinio popieriaus kainą, skleisdamas per visuomenės informavimo priemones, tame tarpe Internetą, informaciją, kuri sudaro tikrovės neatitinkantį ar klaidinantį išpūdį apie konkretų vertybinį popierių (pvz. gandus ir neteisingas ar klaidinančias naujienas).

Taip pat, J. L. Vila savo darbe pateikė manipuliavimo informacija pavyzdį. Suinteresuotas asmuo parduoda skolintus vertybinius popierius, paskleidžia tikrovės neatitinkančią arba klaidinančią informaciją ir superka vertybinius popierius mažesne nei pardavimo kaina. R. Benabou ir G. Laroque¹² taip pat nagrinėja manipuliavimo informacija atvejus. Jie parodo, kad asmuo, kuriam yra prieinama konfidenciali informacija ir kurio komentarai apie vertybinius popierius yra laikomi patikimais, gali pelningai manipuluoti vertybinių popierių kaina skelbdamas klaidinančius pranešimus ir šališkus pasisakymus.

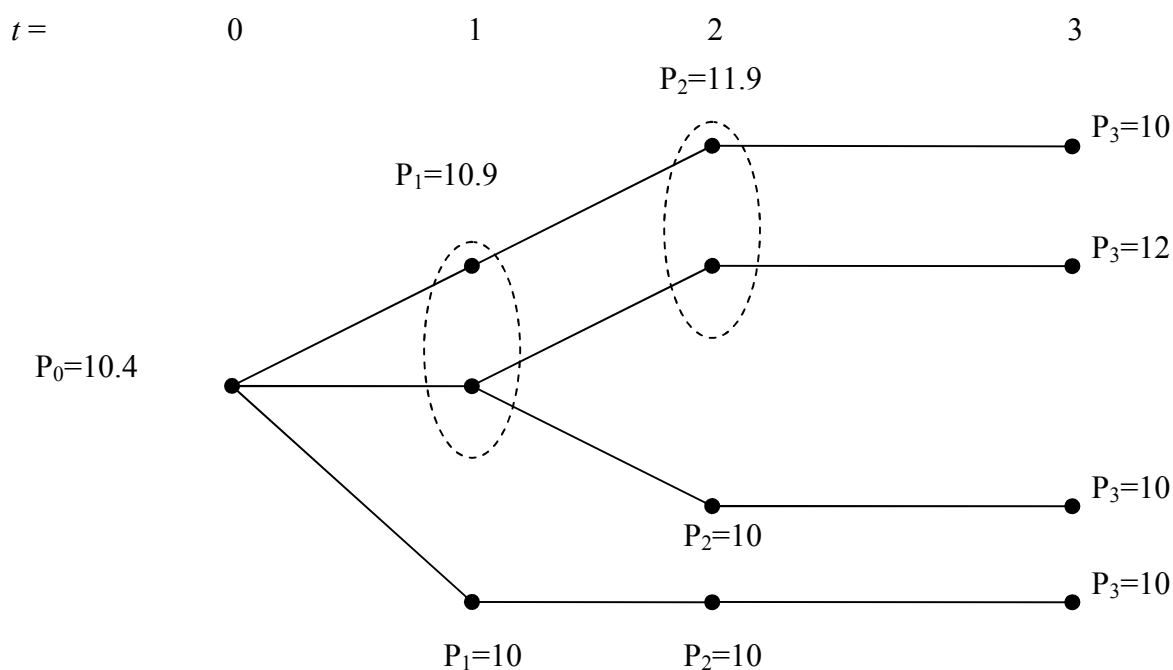
3. manipuliavimas apyvarta (prekiaujant) (*trade-based/size-based manipulation*) – pasižymi tuo, kad suinteresuotas asmuo, prekiaudamas rinkoje, nesiima jokių akivaizdžiai nelegalių veiksmų, siekdamas įtakoti vertybinio popieriaus kainą. Tačiau, vykdydamas aktyvų akcijų supirkimą, siekia paskatinti kitus rinkos dalyvius investuoti į konkretų vertybinį popierių, taip didinant jo kainą. Kainai pasiekus tam tikrą lygį, suinteresuotas asmuo realizuoja pelną parduodamas turimus vertybinius popierius.

Kalbant apie kiekvienai kategorijai būdingų manipuliavimų identifikavimą, galima konstatuoti, kad manipuliavimai veiksmais ir informacija yra pakankamai tiksliai apibūdinti tiek 2003/6/EB direktyvoje, tiek atskirų šalių kitose teisės aktuose, reglamentuojančiuose piktnaudžiavimo rinka draudimus. Sunkiausiai aptinkamas ir sudėtingiausiai įrodomas yra būtent trečios kategorijos manipuliavimas – manipuliavimas apyvarta.

Remiantis elementariąja ekonomine logika, atrodytų, kad manipuliavimas apyvarta negali būti pelningas. Kuomet suinteresuotas asmuo pradeda vykdyti aktyvų jį dominančių vertybinių popierių supirkimą, jis pakelia to popieriaus kainą. Tokiu būdu, suinteresuotas asmuo turėtų išigyti vertybinius popierius aukštesne kaina, o parduoti – mažesne. Teoriškai

¹² Benabou R., Laroque G. 1992. "Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility," *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 107(3), pages 921-58, August 1999

tokios prekybos rezultatas – realizuotas nuostolis, o ne pelnas. Tačiau, F. Allen ir D. Gale¹³ savo darbe įrodo, kad pelningas manipuliavimas prekiaujant yra įmanomas. Pagrindinė šio modelio prielaida – suinteresuotas asmuo išitraukia į prekybą, tik tuo atveju, jeigu žino apie būsimą informacinį pranešimą (tiek teigiamą, tiek neigiamą), galintį įtakoti vertybinio popieriaus kainos kitimą. Autorių darbe pateikiami tokie argumentai: rinkos dalyviai pastebi konkretaus vertybinio popieriaus apyvartos padidėjimą; jie daro prielaidas, kad suinteresuotas stambus investuotojas (arba investuotojų grupė) gali turėti viešai neatskleistos informacijos apie teigiamas vertybinio popieriaus perspektyvas; atitinkamai rinkos dalyviai pradeda investuoti savo lėšas į konkretų vertybinį popierių – tuo dar labiau didindami jo kainą. Suinteresuotas asmuo, paskatinęs kitus rinkos dalyvius išitraukti į vertybinių popierių pirkimą, laukia kol kaina pasiekia tam tikrą lygį ir realizuoja pelną. Schematiškai šis prekybos algoritmas pavaizduotas 2 pav. Pradinė vertybinio popieriaus kaina 0 dieną lygi 10.4 Lt. Jeigu 1-ą dieną apyvarta neišauga, kaina krenta iki 10 Lt ribos, jei pastebimas apyvartos padidėjimas – kaina išauga iki 10.9 Lt. 2-ą dieną arba pasirodo neigiamos naujienos ir kaina krenta iki 10 Lt, arba nėra pateikiama jokių pranešimų ir kaina toliau auga iki 11.9 Lt ribos. Galiausiai, 3-ią dieną kaina pakyla iki 12 Lt, jeigu pasirodo geros naujienos, arba krenta iki 10 Lt, jeigu nėra pateikiamas joks pranešimas.



2 pav. Kainos kitimas

¹³ . F. Allen, D. Gale, Stock-price manipulation. The reviews of financial studies, Volume 5, Issue 3 (1992), 503-529.

Tęsiant F. Allen ir D. Gale darbą, R. K. Aggarwal ir G. Wu¹⁴ praplėtė pasiūlytą modelį ir išnagrinėjo situaciją, kuomet rinkoje veikia ne tik suinteresuotas stambus investuotojas, bet ir jo veiksmus inertiškai atkartojantys smulkieji rinkos dalyviai. Autorių darbe aprašoma ir trečia investuotojų grupė – tai rinkos dalyviai aktyviai ieškantys informacijos apie tikrąją vertybinio popieriaus kainą – arbitražininkai (*information seekers*). Tokiems investuotojams tenka esminis vaidmuo sudarant palankias sąlygas manipuliavimui. Kadangi arbitražininkai perka vertybinius popierius remiantis tik turima informacija apie konkretų popierių, būtent jų nuomone apie vertybinį popierių ir yra manipuluojama. Rinkoje, kurioje nėra suinteresuotų asmenų vykdančių manipuliavimą, arbitražininkai didina rinkos efektyvumą – jie vykdo prekybą remiantis tik viešai prieinama, emitentų pateikiama informacija ir užtikrina maksimalų rinkos kainos atitikimą tikrajai vertybinio popieriaus kainai. Rinkoje, kurioje vykdomas manipuliavimas, informacijos ieškotojų vaidmuo yra kiek dviprasmiškas. Kuo didesnė jų tarpusavio konkurencija dėl konkretaus vertybinio popieriaus, tuo didesnė tikimybė, kad šio vertybinio popieriaus rinka gali pritraukti asmenis, norinčius vykdyti manipuliavimą. Atsižvelgiant į kainos nustatymo mechanizmo skaidrumą – taip mažinamas rinkos efektyvumas.

Savo darbe autoriai taip pat pateikia empirinius įrodymus, kad manipuluojamų vertybinių popierių likvidumas yra mažesnis, atitinkamai ir vidutinės apyvartos, kuriomis manipuluojama yra sąlyginai mažesnės nei likvidžiose rinkose. Tačiau, manipuliavimo laikotarpiu likvidumas, grąža ir kainos svyravimai yra didesni, palyginus su laikotarpiu, kuomet manipuliavimas nėra vykdomas. Didžioji dalis rinkose vykdomų manipuliavimų yra nukreipta į kainos didinimą arba jos fiksavimą konkrečiame lygyje, bet ne į kainos mažinimą.

1.2 MANIPULIAVIMO RINKA METODAI

Rinkoje gali būti atliekami sandoriai, kurie sukelia neteisingą ar klaidinantį įspūdį tiek apie kainas, tiek apie prekybos apyvartą. Draudžiami tie sandoriai, kurie atliekami siekiant įtakoti akcijų ar išvestinių priemonių kainą arba paskatinti kitus rinkos dalyvius teikti pavedimus pirkti ar parduoti. Šitaip yra iškreipiama rinka ir tuo pasipelno manipuliavimą kainą įvykdę rinkos dalyviai. Skatinant kainos mažėjimą ar didėjimą arba išlaikant kainą tame pačiame lygyje, jie realizuoja pelną arba sumažina nuotolius

Manipuliavimo rinka atvejus galima suskirstyti į kelias kategorijas priklausomai nuo taikytinų metodų, manipuliavimo objekto (akcija, išvestinė priemonė) ir manipuliavimą

- pavedimai, kurie gali sukelti neteisingą įspūdį apie prekybos aktyvumą;

¹⁴ Aggarwal, R. K. and Wu, G. "Stock Market Manipulation - Theory and Evidence" // AFA 2004 San Diego Meetings. 2003

- pavedimai pirkti ar parduoti pasinaudojant užimama pozicija rinkoje;
- specialiu laiku padaryti pavedimai;
- sandoriai, susiję su neteisingos, klaidinančios ar neišsamios informacijos paskelbimu;
- sandoriai, susiję su fiktyvių priemonių arba apgaulės naudojimu.

Kiekviena iš kategorijų, kaip taisyklė, apima kelis manipuliavimo rinka būdus.

Žemiau pateikiami kiekvienai kategorijai priskiriamų manipuliavimo metodų pavyzdžiai¹⁵.

Pavedimai, kurie sukelia neteisingą įspūdį apie prekybos aktyvumą:

- „Kainos linijos braižymas“ (*Painting the tape*) - tai tokie pavedimai, kurie atliekami siekiant įtakoti arba iš esmės nustatyti kainos kitimo tendenciją (liniją). Tai keli iš eilės pateikti pavedimai, perduodami į prekybos sistemą, prieinamą visiems investuotojams, siekiant sudaryti įspūdį apie didelę apyvartą arba įtakoti vertybinio popieriaus kainos kurso pasikeitimą. Tokie pavedimai gali būti pateikiami kelių susitarusių asmenų. Jie gali būti anuliuojami prieš įvykdymą. Taigi pateikti pavedimai susikaupia per trumpą laiko tarpą prekybos sesijos metu ir sudaro tariamą įspūdį apie teigiamą kainos kurso pokytį. Pagal pateiktus pavedimus įvykdyti sandoriai sudaro reikšmingą tos dienos sandorių dėl atitinkamo vertybinio popieriaus dalį atitinkamoje reguliuojamoje rinkoje bei gali būti siejami su reikšmingais vertybinio popieriaus, kuriuo prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, kainos pokyčiais;
- Tariami sandoriai (*Wash sales*) - tai sandoriai, kurie nesusiję su tikru finansinio instrumento nuosavybės pasikeitimu. Tai prekybos scenarijai be ekonominio pagrindo, nes iš esmės patiriami kaštai, vykdant prekybą (komisiniai mokesčiai finansų tarpininkams), tačiau naudos negaunama, nebent siekiama gauti naudą dėl to, kad bus įtakota kaina. Kainos įtakojimas reiškia ne tik kainos sumažinimą ar padidinimą, bet taip pat ir išlaikymą tame pačiame lygyje. Suinteresuoto asmens pateikti priešpriešiniai pavedimai, pasirodantys prekybos sistemoje kaip tikri pavedimai pirkti ir parduoti ta pačia apimtimi ir kaina, yra užfiksuojami ir patvirtinamas jų įvykdymas. Rinkos dalyviai, pasitikėdami efektyvios rinkos teisingu funkcionavimu ir pagal esamus duomenis traktuodami tokius sandorius kaip tikrus, yra klaidinami. Taigi šiuo atveju asmuo pateikia pavedimą parduoti ir tuo pačiu

¹⁵ Cumming D., Johan S. „Global Global Market Surveillance“ (September 17, 2006).
<http://ssrn.com/abstract=917625>

padaro pavedimą tą patį vertybinį popierių nupirkti. Parduodamas - perkamas kiekis dažnai yra mažas (ypač jei šio VP prekybos apimtis yra maža).

- Poriniai pavedimai (*Matched orders*) - tai sandoriai, kuriuos įvykdo skirtingos sandorio pusės, veikiančios pagal susitarimą. Tuo pačiu laiku yra pateikiami pirkimo ir pardavimo pavedimai vienoda kaina ir apimtimi. Šie sandoriai yra panašūs į tariamus sandorius, tačiau jų esminis skirtumas – nuosavybės pasikeitimas, tačiau pateikdami tokius priešpriešinius pavedimus abi sandorio pusės veikia kartu siekdamos įtakoti kainą. Sukurdami aktyvios prekybos ir išaugusios apyvartos išpūdį suinteresuoti asmenys siekia paskatinti kitus rinkos dalyvius investuoti į atitinkamą vertybinį popierių. Padidėjusi paklausa kelia vertybinio popieriaus kainą.
- Pasiūlymų ataka (*Advancing the Bid*) - tai didelio skaičiaus pirkimo pavedimų pateikimas į prekybos sistemą, siekiant padidinti vertybinio popieriaus paklausą ir taip kelti jo kainą. Toks manipuliavimas gali būti įgyvendinamas tuomet, kai visiškai nevyksta prekyba rinkoje - net ir pateikdami pavedimus pirkti rinkos dalyviai yra tikri, kad jie nebus įvykdyti. Šitaip siekiama vertybinio popieriaus kainos kurso kilimo, sudarant klaidingą išpūdį apie apyvartos dinamiką. Tokie klaidinantys pavedimai gali būti anuliuojami prieš juos įvykdant.

Pavedimai pirkti ar parduoti pasinaudojant užimama pozicija rinkoje:

- Rinkos spaudimas (*Squeeze*) pasinaudojimas dominuojančia pozicija tam, kad įtakoti kainą.
- „Grindų įdėjimas“ (*Putting the floor*) kainos kreivėje – tai kainos palaikymas konkrečiame lygyje, neleidžiant jai kristi žemiau nustatytos ribos. Toks kainos palaikymas įgyvendinamas pradedant teikti stambius pirkimo pavedimus tuo metu, kai kaina krenta žemiau nustatytos ribos. Stambiuose pirkimo pavedimuose nurodoma kaina yra aukštesnė nei tuo metu rinkoje nusistovėjusi kaina. Dažna praktika siekiant išvengti kredito reitingų pablogėjimo.
- Per dideli pirkimo-pardavimo kainų skirtumai palaikomi finansų tarpininkų.

Specialiu laiku padaryti pavedimai:

- Uždarymo kainos nustatymas (*Marking the close*) – tai vertybinio popieriaus pirkimas ar pardavimas prekybos sesijos uždarymo metu, siekiant įtakoti uždarymo kainą. Taip siekiama suklaidinti tuos rinkos dalyvius, kurie priima investicinius sprendimus atsižvelgiant į vertybinio popieriaus uždarymo kainą. Šio manipuliavimo tikslai gali būti įvairūs – palaikyti kainą viename lygyje,

neleidžiant jai kristi arba kilti; kelias prekybos sesijas iš eilės didinti arba mažinti vertybinio popieriaus kainą.

- Susitarimas po pirminės akcijų emisijos suinteresuoti asmenys, jau turintys pirmą kartą viešai platinamų akcijų, susitaria jas toliau pirkti, tam kad dirbtinai kelti kainą, o vėliau parduoti.

Sandoriai, susiję su neteisingos, klaidinančios ar neišsamios informacijos paskelbimu:

- Klaidinančios informacijos skleidimas (*Dissemination*) – suinteresuotas asmuo platina per visuomenės informavimo priemones klaidinančią, tikrovės neatitinkančią informaciją apie konkretų vertybinį popierių arba jo emitentą, tikėdamasis, kad tokia informacija gali įtakoti vertybinio popieriaus kainos pasikeitimą. Klaidinančios informacijos pavyzdžiai būtų:
 - gandų ir paskalų platinimas (ypač Internetu, kadangi yra sudėtinga identifikuoti informaciją platinančio asmens tapatybę);
 - neteisingų, klaidinančių arba neobjektyvių analizių paskelbimas;
 - esminio įvykio neatskleidimas pavėluotas arba dalinis atskleidimas.

Sandoriai, susiję su fiktyvių priemonių arba apgaulės naudojimu:

- „Užkelk ir atsikratyk“ (*Pumping and dumping*) – manipuliavimo schema, kuomet pateikiamos rekomendacijos, paremtos netikslia, klaidinančia, tikrovės neatitinkančia informacija, tokiu būdu stengiantis pakelti („pripumpuoti“) vertybinio popieriaus kainą. Suinteresuotas asmuo, prieš skelbiant klaidinančią informaciją, išigyja didelį kiekį atitinkamų vertybinių popierių, ir parduoda turimas akcijas po to, kai paskelbus klaidinančią informaciją vertybinio popieriaus kainą pakyla. Antrosios sandorių pusės, kurios pakilus kainai sudarė pirkimo sandorius su suinteresuotu asmeniu, kaip taisyklė, patiria didelius nuostolius. Nuostoliai patiriami todėl, kad suinteresuotam asmeniui realizavus pelną, vertybinio popieriaus kainą sugrįžta į anksčiau buvusį lygį. Šis manipuliavimo būdas tapo ypač populiarus atsiradus Internetui. Dažniausiai jis naudojamas mažos kapitalizacijos vertybinių popierių rinkose, kadangi ir nedidelis paklausos išaugimas gali ženkliai įtakoti popieriaus kainos kilimą.
- Nuosavybės savininko neatskleidimas (*parking/warehousing*) – prekyba vertybiniais popieriais vykdoma pasinaudojant statytinių žmonių (tiek fizinių, tiek juridinių) duomenimis.
- „Sudarkyti ir pasipelnyti“ (*trash and cash*) manipuliavimo schema naudojama siekiant sumažinti vertybinio popieriaus kainą. Turint trumpą poziciją,

platinama klaidinanti neigiama informaciją ir vykdomas vertybinių popierių pardavimas. Kainai pasiekus numatytą sumažintą ribą, pozicija uždaroma.

- Didelio investuotojo pozicijos atidarymas ir jos uždarymas iš karto, kai ji paviešinama, kartu akcentuojant, kad planuojama laikyti ilgai. Tokių būdų siekiama suklaidinti smulkiuosius investuotojus.

1.3 MANIPULIAVIMO RINKA PADAROMA ŽALA

Visuomenės pasitikėjimas rinka skatina jos likvidumą ir efektyvų funkcionavimą. Manipuliavimai rinka pasireiškiantys vertybinių popierių kainos iškrypimu ir tariamo rinkos aktyvumo sukūrimu pažeidžia rinkos vientisumą ir kenkia visuomenės pasitikėjimui ja.

Interneto suteikiamos galimybės sudaro ypač palankias sąlygas manipuliavimui vertybinių popierių kaina. Internetas, kaip viena patogiausių ir operatyviausių informacijos skleidimo sistemų, tapo paprasta ir didelių sąnaudų nereikalaujančia priemone leidžiančia nedelsiant pateikti informaciją apie vertybinius popierius dideliame suinteresuotų investuotojų skaičiui. Tokiu būdu, internetas suteikia unikalią galimybę skleisti informaciją apie konkretų vertybinį popierių, siekiant padidinti to popieriaus kainą arba sukurti klaidinantį įspūdį apie aktyvią šio popieriaus rinką.

Pats piktnaudžiavimo vertybinių popierių rinka faktas yra labai ilgą laiką žinomas reiškinys, tačiau tik palyginus neseniai imta įstatymais drausti tokius rinkos iškraipymus. Jungtinėse Amerikos Valstijose atitinkamas įstatymas buvo priimtas 1934 m.¹⁶, nors pati Birža (The New York Stock Exchange, toliau - NYSE) buvo įkurta dar 1792 m.¹⁷, o literatūros šaltiniuose aprašyti pirmieji manipuliavimo NYSE atvejai datuojami net 1863 m.¹⁸. Europoje pirmoji atitinkama teisinė reglamentavimą įvedė Prancūzija – 1967 rugsėjo 28 d. dekretu Nr. 67-833, 1970 m. jos pavyzdžiu pasekė Vokietija, 1977 m. - Ispanija, 1980 m. – Didžioji Britanija, 1989 – Nyderlandai¹⁹. Šios šalys ne kartą tikslino ir tobulino įstatyminę bazę, reglamentuojančią draudimus piktnaudžiauti rinka, kol galiausiai neįsigaliojo Europos Parlamento ir Tarybos 2003 m. sausio 28 d. direktyva 2003/6/EB dėl naudojimosi viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo (piktnaudžiavimo) rinka. Ši direktyva buvo išleista atsižvelgiant į tai, kad Europos Sąjungos valstybėse narėse veikę teisės aktai neužtikrino piktnaudžiavimo rinka išvengimo. Pagal direktyvos nuostatas piktnaudžiavimas rinka susideda iš naudojimosi viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka. Direktyva numatė, kad Europos Sąjungos

¹⁶ The Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 881 (June 6, 1934)

¹⁷ <http://www.nyse.com/about/history/1089312755484.html> prisijungimo laikas 2006-11-15

¹⁸ Eitman, W. J., C. A. Dice, and D. K. Eitman, *The stock market* (4th ed.). New York: McGraw-Hill, 1966, p. 562

¹⁹ The British institute of international and comparative law. *Comparative implementation of EU directives (I) – Insider dealing and Market abuse*. London, 2005

valstybės narės privalo uždrausti asmenims, turintiems viešai neatskleistos informacijos, įsigyti vertybinių popierių ar disponuoti jais, naudojantis viešai neatskleista informacija. Valstybės narės taip pat buvo įpareigos uždrausti asmenims užsiimti manipuliavimu rinka, kuris suprantamas kaip bet kokie sandoriai, suteikiantys klaidinančios informacijos apie vertybinių popierių paklausą, pasiūlą ar kainą, fiktyviai sudaryti sandoriai, klaidinančios informacijos apie vertybinių popierių rinką skleidimas ir kiti panašūs veiksmai. Be to, ši direktyva įpareigojo valstybes nars ne tik uždrausti piktnaudžiavimą rinka, tačiau ir užtikrinti, kad visuomenei būtų laiku ir teisingai pateikiama informacija apie vertybinių popierių rinką, siekiant didinti investuotojų pasitikėjimą ja.

Manipuliavimo padaroma žala gali būti traktuojama dvejopai:

- viena vertus, pažeidžiami interesai tų investuotojų, kurie prekiauja rinkoje remiantys tikrovės neatitinkančia arba klaidinančia informacija apie vertybinio popieriaus, kuriuo yra manipuluojama, pasiūla, paklause ar kaina;
- kita vertus, padaroma tiesioginė žala rinkai. Kitaip tariant, žlugdomas rinkos dalyvių pasitikėjimas vertybinių popierių rinka.

Bet kokio manipuliavimo vertybinių popierių rinka tikslas – pelno gavimas. Galima pateikti kelis pavyzdžius, kuomet siekiant šio tikslo įgyvendinimo padaroma žala rinkos vientisumui ir efektyvumui²⁰.

1. Įtakojant vertybinio popieriaus kainą, suinteresuotas asmuo siekia:
 - Pirkti žemesne kaina;
 - Parduoti aukštesne kaina;
 - Įtakoti paketinio arba kito stambaus sandorio kainą;
2. Įtakoti išvestinio vertybinio popieriaus kainą;
3. Įtakoti vertybinių popierių, įeinančių į rinkos indeksų sudėtį, vertę, tokiu būdu siekiant įtakoti paties indekso vertę;
4. pirminio viešo platinimo metu įtakoti naujai siūlomo, investuotojų dar neįvertinto vertybinio popieriaus kainą, iškraipant jo tikrąją vertę ;
5. manipuluojant vertybinio popieriaus kainą daryti įtaką kitiems rinkos dalyviams, siekiant juos paskatinti pirkti ar parduoti atitinkamą vertybinį popierių;
6. manipuluojant vertybinio popieriaus kainą, daryti įtaką institucinio investuotojo portfelio vertei.

Suinteresuoti asmenys, manipuluojantys vertybinių popierių kainą gali būti:

²⁰ A. Chatterjea, J. A. Cherian, R. A. Jarrow „Market manipulation and corporate finance: a new perspective“. Financial management. 1993

- emitentai (juos atstovaujantys asmenys, stambiausi akcininkai, bendrovės vadovybė);
- rinkos dalyviai – eiliniai investuotojai, instituciniai investuotojai, investicinių fondų valdymo įmonės (portfelijų valdytojai);
- finansų tarpininkai;
- aukščiau išvardinti fiziniai ir juridiniai asmenys, veikiantys kartu pagal susitarimą.

Prekyba, manipuliuojant vertybinių popierių kaina, daro tiesioginę žalą ne tik rinkai apskritai, bet ir konkrečioms rinkos dalyviams:

- investuotojams, sudarantiems sandorius su asmenimis, manipuliuojančiais kaina. Asmuo, vykdamas manipuliavimą išlošia tiek, kiek skirtąsi sandorio suma, jeigu vertybinio popieriaus kaina nebūtų manipuliuojama ir ji nusistatytų veikiant objektyviems rinkos pasiūlos ir paklausos dėsniams;
- kitiems rinkos dalyviams. Rinkoje, kurioje asmuo, vykdamas manipuliavimą, gali dėl tokių veiksmų pasipelnyti daugiau nei kiti rinkos dalyviai yra iš esmės nesąžininga pastarųjų asmenų atžvilgiu;
- emitentui ir jo akcininkams. Neteisėta asmenų, įtakančių konkretaus vertybinio popieriaus kainą, prekyba sąlygoja netinkamą esminės informacijos panaudojimą, nors ji (informacija), savo ruožtu, yra emitento ir (netiesiogiai) akcininkų nuosavybė. Be to, jeigu paaiškėja, kad manipuliavimą vykdo emitentui vadovaujantys asmenys, suabejojama emitento vykdomo valdymo efektyvumu, dėl ko gali nukentėti jo reputacija ir patrauklumas kitų investuotojų atžvilgiu;
- galiausiai, šalies ekonomikai. Vykstant tarptautiniai vertybinių popierių rinkų integracijai, užsienio investuotojai gali vengti nesąžiningos ir negalinčios užtikrinti efektyvaus reguliavimo rinkos.

2 PASINAUDOJIMAS VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA

2.1 VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA

Vienas iš pagrindinių vertybinių popierių rinkos patikimo veikimo principų – efektyvus rinkos funkcionavimas, paremtas savalaikiu ir pilnu informacijos atskleidimu. Šio principo Lietuvos vertybinių popierių rinkoje užtikrinimui, įgyvendinami atitinkami Lietuvos Respublikos teisės aktai ir Vertybinių popierių komisijos nutarimai, reglamentuojantys informacijos atskleidimą ir draudžiantys prekybą, pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Prekyba, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ypač vykdoma emitentų vadovų, ir kita nepriimtina praktika trukdo įvardinto principo įgyvendinimui.

Tiksli ir savalaikė informacija yra vertingas įrankis vertybinių popierių rinkose. Turint daugiau informacijos atsiranda galimybė pasipelnyti iš vertybinių popierių prekybos. Viešai neatskleista informacija - tai:

- bet kuri tiksli informacija;
- kuri nebuvo viešai paskelbta;
- kuri yra tiesiogiai arba netiesiogiai susijusi su vienu ar daugiau finansinių priemonių emitentų arba su viena ar daugiau finansinių priemonių;
- kuri gali turėti didelės įtakos reguliuojamos rinkos kainų pokyčiams ir jų formavimuisi²¹.

Pirmasis viešai neatskleistos informacijos požymis yra jos tikslumas. Tai tiksli informacija, kuri apima visus veiksmus, vertinimus, nuomonės pareiškimus, prognozes ir net gandus. Aplinkybės turi būti įvykusios arba jų įvykimas yra daugiau negu tikėtinas. Taigi prie viešai neatskleistos informacijos gali būti priskiriamos net ateityje įvyksiančios aplinkybės, jei jų įvykimo tikimybė yra didelė.

Kitas viešai neatskleistos informacijos požymis yra jos neprieinamumas plačiajai visuomenei. Tai ir yra esminis faktas, kodėl ji gali iškreipti rinką. Viešai žinoma yra ta informacija, kuri yra viešai paskelbta ar kitaip padaryta žinoma, nepriklausomai nuo to, kas ją viešai paskelbė – ar ji buvo išplatinta paties emitento paskelbtame esminiame pranešime, ar kitų asmenų išplatintoje informacijoje. Visi suinteresuoti rinkos dalyviai turi turėti galimybę susipažinti su šia informacija, kad nebūtų pažeisti jų interesai. Informacijos paviešinimas neturėtų būti laikomas jos paskelbimas akcininkų susirinkime ar įmonės spaudos konferencijoje, nes šie pranešimai būtų pateikti tik ribotam asmenų skaičiui.

²¹ Report of the emerging markets committee of the international organization of securities commissions. Insider trading how jurisdictions regulate it. 2003

Kitas tokios informacijos požymis yra tas, kad ji yra tiesiogiai arba netiesiogiai susijusi su vienu ar daugiau vertybinių popierių emitentų arba su vienu ar daugiau vertybinių popierių. Prie netiesioginės informacijos gali būti priskirti rinkos duomenys ar bendra rinkos informacija, t.y. informacija apie rinkos sąlygas ir pačią rinką. Tokios informacijos pavyzdžiu gali būti centrinio banko palūkanų normos keitimai, žaliavų kainos, specifinė šakos informacija taip pat duomenys ir informacija, susijusi su konkretaus emitento vertybinių popierių prekyba (pavedimų skaičius, pavedimų rūšys, sandorių šalys ir t.t. tame tarpe ir įtraukimas ar išbraukimas iš indekso skaičiavimo). Taip pat tai gali būti ir įstatyminiai keitimai, kurie gali įtakoti emitento vertybinių popierių kainą.

Paskutinis viešai neatskleistos informacijos požymis - tai jos reikšmingumas reguliuojamos rinkos kainų formavimui ir jų kitimui. Taigi viešai neatskleista informacija atsiranda jeigu jos viešas paskelbimas ženkliai įtakotų vertybinių popierių kainą.

Šis požymis reikalauja vertinimo ar kaina bus įtakota, kuomet bus paviešinta viešai neatskleista informacija. Protingi investuotojai grindžia savo investicinius sprendimus jau turima informacija *ex ante* informacija. Todėl klausimą, ar tikėtina, kad priimdamas investicinį sprendimą, protingas investuotojas atsižvelgs į konkrečią informaciją, reikėtų vertinti, remiantis turima *ex ante* informacija. Toks įvertinimas turi atsižvelgti į numatomą šios informacijos įtaką, turint omeny emitento susijusių veiksmų visumą, informacijos šaltinių patikimumą ir bet kokius kitus rinkos rodiklius, kurie tam tikromis aplinkybėmis gali daryti įtaką vertybiniams popieriams arba su jais susijusioms išvestinėms finansinėms priemonėms.

Ex post informacija gali būti naudojama patikrinti prielaidą, kad *ex ante* informacija buvo jautri kainų pokyčiams; bet neturėtų būti naudojama imtis veiksmų prieš ką nors, kuris padarė pagrįstas išvadas iš jam prieinamos *ex ante* informacijos.

Remiantis Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymu, viešai neatskleista informacija, tai tiesiogiai ar netiesiogiai su vienu ar keliais emitentais ar vertybiniais popieriais susijusi tikslaus pobūdžio informacija apie planuojamus ar įvykusius esminius įvykius ir kita informacija, kurios atskleidimas gali turėti didelės įtakos šių vertybinių popierių ar su jais susietų išvestinių priemonių kainai, jeigu ši informacija nėra viešai atskleista. Teisės akto pažeidimai, apima ne tik pirkimo arba pardavimo sandorių sudarymą, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, bet ir kitus galimus pažeidimus. Pavyzdžiui, viešai neatskleistos informacijos perdavimas tretiesiems asmenims (rekomendacijų, paskatinimų ar pasiūlymų sudaryti sandorį dėl vertybinių popierių, su kuriais viešai neatskleista informacija yra susijusi, teikimas („*tipping*“) – tai asmens („*tipped*“), gavusio konkrečią rekomendaciją, prekyba.

Investuotojų teisių ir interesų apsauga reikalauja, ne tik kad emitentai laiku atskleistų viešai neatskleistą informaciją, ji taip pat reikalauja, kad toks atskleidimas būtų kiek įmanoma

greitesnis ir vykty tuo pačiu metu visoms investuotojų kategorijoms visose valstybėse, kuriose emitentas prašė arba gavo leidimą prekiauti savo vertybiniais popieriais reguliuojamoje rinkoje, siekiant užtikrinti vienodą investuotojų galimybę susipažinti su tokia informacija ir neleisti prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija.

Siekiant apsaugoti teisėtus emitentų interesus, turi būti leidžiama išsamiai apibrėžtomis konkrečiomis aplinkybėmis uždelsti viešai neatskleistos informacijos viešą atskleidimą. Tačiau investuotojų teisių ir interesų apsauga reikalauja, kad tokiais atvejais, siekiant užkirsti kelią prekybai vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ta informacija būtų laikoma konfidencialia.

Dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, reikėtų atsižvelgti į atvejus, kai viešai neatskleista informacija gaunama ne vykdant profesinę veiklą ar pareigas, bet vykdant nusikalstamą veiklą, kurios organizavimas ar vykdymas gali turėti didelį poveikį vienos ar daugiau finansinių priemonių kainai arba pačių kainų formavimui reguliuojamoje rinkoje.

Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija gali apimti tokius atvejus, kai asmuo, kuris žino ar turėtų žinoti, kad gauta informacija yra viešai neatskleista informacija, įsigyja arba parduoda vertybinius popierius. Šiuo atžvilgiu kompetentingos institucijos turėtų spręsti, ką žino ar turėtų žinoti normaliai atidus ir protingas asmuo tokiomis aplinkybėmis.

Greitas ir teisingas informacijos visuomenei atskleidimas stiprina rinkos vientisumą, tuo tarpu pasirinktinai emitentų atskleidžiama informacija gali sąlygoti investuotojų pasitikėjimo finansų rinkų vientisumu praradimą. Kompetentingos institucijos turėtų prisidėti prie rinkos vientisumo įvairiomis priemonėmis. Tokios priemonės gali apimti, pavyzdžiui, "pilkųjų sąrašų" sudarymą, "prekybos vitrinoje" taikymą jautrioms personalo kategorijoms, vidaus elgesio kodeksų taikymą bei "kinų sienų" nustatymą. Tokios prevencinės priemonės gali padėti kovojant su piktnaudžiavimu rinka tik tuo atveju, kai yra užtikrinamas ir pareigingai kontroliuojamas jų vykdymas. Tinkama vykdymo užtikrinimo kontrolė — tai, pavyzdžiui, atsakingų už vykdymą pareigūnų paskyrimas atitinkamose institucijose ir reguliarūs patikrinimai, atliekami nepriklausomų auditorių.

Šiuolaikiniai ryšio metodai leidžia finansų rinkų profesionalams ir privatiems investuotojams ne tik turėti vienodas galimybes gauti finansinę informaciją, bet ir padidina neteisingos ar klaidinančios informacijos skleidimo riziką.

Didesnis sandorių, kuriuos emitentų įmonėje vykdo vadovaujančias pareigas einantys asmenys ir, jei tinka, asmenys, glaudžiai susiję su jais, skaidrumas — tai prevencinė priemonė kovoje su piktnaudžiavimu rinka. Tokių sandorių paskelbimas bent jau atskirai nuo kitų taip pat gali būti labai vertingas informacijos šaltinis investuotojams.

Draudimas teikti pavedimus ar sudaryti sandorius, remiantis viešai neatskleista informacija taikomas bet kuriam asmeniui, kuris žino tą informaciją:

1. dėl savo narystės emitento administracijos, valdymo ar stebėtojų organuose arba
2. dėl to, kad jis valdo dalį emitento kapitalo, arba
3. dėl to, kad gali naudotis tokia informacija, atlikdamas savo tarnybines ar profesines arba kitas pareigas, arba
4. dėl savo nusikalstamos veiklos.

Aukščiau išvardintiems asmenims, draudžiama:

- atskleisti viešai neatskleistą informaciją trečiajai šaliai, išskyrus tuos atvejus, kai tokią informaciją asmuo atskleidžia, atlikdamas savo įprastines tarnybines ar profesines arba kitas pareigas;
- pasinaudojant viešai neatskleista informacija, rekomenduoti trečiajai šaliai arba ją skatinti įsigyti ar parduoti finansines priemones, su kuriomis susijusi ta informacija.

Kompetentingos institucijos taip pat privalo užtikrinti, kad būtų įgyvendinamas tinkamas reguliavimas, kuris užtikrintų, kad asmenys, kurie atlieka ar platina tyrimus, susijusius su vertybiniais popieriais ar vertybinių popierių emitentais, ir asmenys, kurie pateikia ar platina kitą informaciją, rekomenduojančią ar siūlančią investavimo strategiją, skirtą informacijos platinimo kanalams ar visuomenei, deramai pasirūpintų, kad būtų užtikrinta, jog tokia informacija būtų teisingai pateikta, ir atskleistų savo interesus arba nurodytų interesų prieštaravimus, susijusius su finansinėmis priemonėmis, apie kurias ta informacija pateikiama. Komisijai reikia išsamiai informuoti apie tokį reguliavimą.

2.2 ESMINIO ĮVYKIO SAMPRATA

Iš viešai neatskleistos informacijos apibrėžimo seka, kad norint stiprinti rinkos dalyvių teisinį užtikrintumą būtina tiksliai apibūdinti du viešai neatskleistos informacijos apibrėžimui esminius elementus. Visų pirma, tikslią tokios informacijos prigimtį, antra, galimą jos poveikio vertybinių popierių arba susijusių išvestinių vertybinių popierių kainoms reikšmingumą.

Šio tikslo įgyvendinimui naudojama esminio įvykio sąvoka. Ji apibrėžiama Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 2 straipsnyje – esminis įvykis tai su emitento veikla susijęs ir jam žinomas ar privalomas žinoti įvykis, galintis turėti didelės įtakos jo išleistų vertybinių popierių rinkos kainai.

Vertybinių popierių komisijos patvirtintose Informacijos apie emitentų esminius įvykius atskleidimo taisyklėse pateikiamas galimų esminių įvykių sąrašas. Nežiūrint į pateikiamo sąrašo išsamumą – tai tik pavyzdinis galimų esminių įvykių sąrašas, kuris nėra baigtinis. Apibendrintai galima teigti, kad esminis įvykis tai faktas ar sprendimas, į kurį atsižvelgia protingas investuotojas priimdamas investicinį sprendimą. Taip pat esminiam įvykiui priskiriamos tokios aplinkybės, kurios yra tik numatomos, tačiau egzistuoja didelė tikimybė, kad jos ateityje įvyks. Tokiomis aplinkybėmis gali būti:

- reikšmingi susijungimai, įgijimai;
- finansinės atskaitomybės paskelbimas, ateinančių metų finansinio rezultato prognozių pateikimas;
- preliminarus ataskaitinio laikotarpio (ketvirčio, metų) emitento veiklos rezultato (grynasis pelnas ir (arba) nuostolis) paskelbimas;
- stambių kontraktų, turinčių ar galinčių turėti esminę įtaką emitento veiklai ir finansinei būklei, sudarymas, nutraukimas, pripažinimas negaliojančiais, kitoks jų galiojimo pasibaigimas ar vykdymo sustabdymas;
- patirti nuostoliai, išaugusios skolos, apyvartinių lėšų trukumas;
- padaryti išradimai, įsigyti patentai, jų netekimas, licencijų gavimas arba atšaukimas;
- teisminiai ginčai;
- pasikeitimai emitento valdymo organuose;
- strateginiai įmonės sprendimai, ypač dėl naujų rinkų įsisavinimo, ar išėjimas iš jų, naujų įrengimų įsigijimas;
- dividendų mokėjimai;
- susijungimai (prisijungimai) į koncernus ar konsorciumus arba atsiskirimas nuo jų.

Ar tam tikros, visuomenei nežinomos, informacijos viešas paskelbimas turės įtakos investuotojų pasirinkimui ir tuo pačiu paveiks emitento vertybinių popierių rinkos kainą, priklauso nuo daugelio veiksnių:

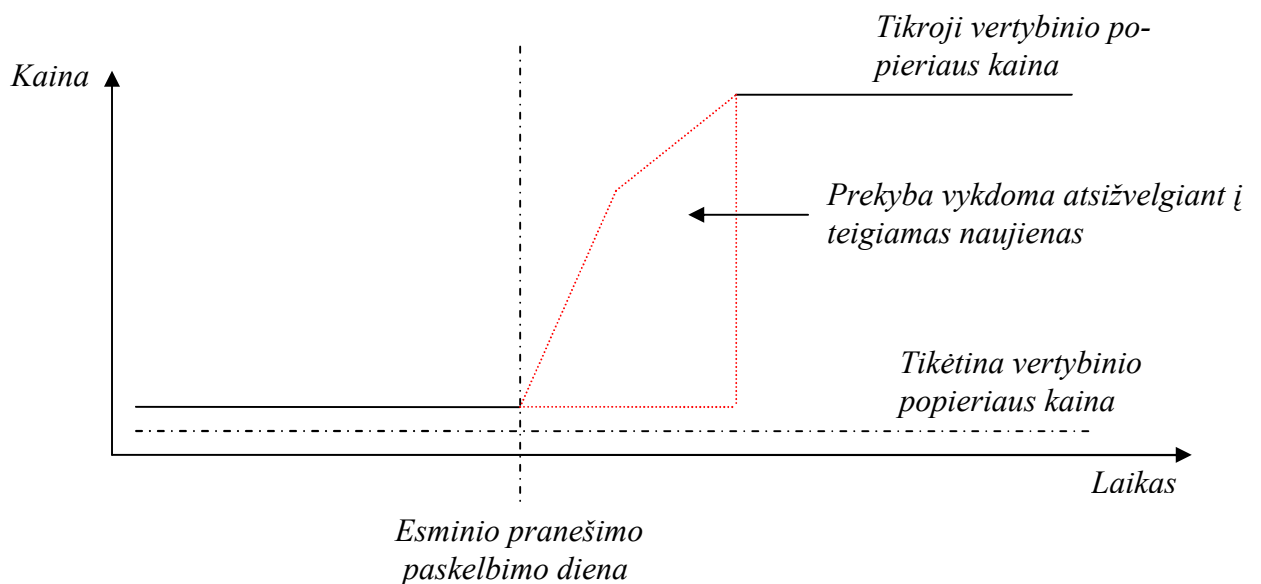
- ar emitento vertybiniais popieriais yra aktyviai prekiaujama (biržoje ar už biržos ribų),
- nuo pačios informacijos svarbumo (numatomi įmonės pertvarkymai, svarbūs kontraktai, veiklos rezultatų paskelbimas, žymūs akcininkų nuosavybės pasikeitimai, bankroto ar likvidavimo paskelbimas ir pan.),
- nuo įmonės rūšies bei jos veiklos pobūdžio (pvz. gali būti skirtingi banko ir gamybinės įmonės esminiai įvykiai),

- akcininkų skaičiaus ir pan.²².

Todėl kiekvienu konkrečiu atveju apie būtinybę paskelbti pranešimą apie įvykusį ar numatomą esminį įvykį, ir tuo pačiu užkirsti kelią nesąžiningam pasinaudojimui viešai neatskleista informacija, emitentas sprendžia pats.

Tačiau tai gali būti ydinga, nes neaišku kaip emitentas vertina esminius įvykius. Turint omeny, kad Lietuvoje vertybinių popierių rinka veikia pakankamai neilgai, šiuo požiūriu dar nėra susiformavusi teisinga rinkos praktika, todėl galimas smulkiųjų investuotojų teisių pažeidimas atmetinai vertinant esminius įvykius. Vertybinių popierių komisija, kaip rinką prižiūrinti institucija, tikrina, ar laiku skelbiama informacija apie esminius įvykius. Tikrinimai atliekami ir tuo atveju, kai nėra įtarimų, kad buvo pasinaudota viešai neatskleista informacija.

Žemiau pateikta prekybos koncepcija²³ (3 pav.), pavaizduojanti teigiamos informacijos apie esminį įvykį paskelbimo įtaką vertybinio popieriaus kainai. Kalbant apie prekybą, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ypatingai svarbi yra tokios informacijos padaroma įtaka vertybinio popieriaus kainai. Jeigu, kelias dienas iki viešo atitinkamos informacijos paskelbimo, fiksuojamas neįprastas kainos svyravimas yra pagrindo įtarti, kad buvo pasinaudota viešai neatskleista informacija.



3 pav. Prekybos modelis, kai nevykdoma prekyba, pasinaudojant viešai neatskleista informacija

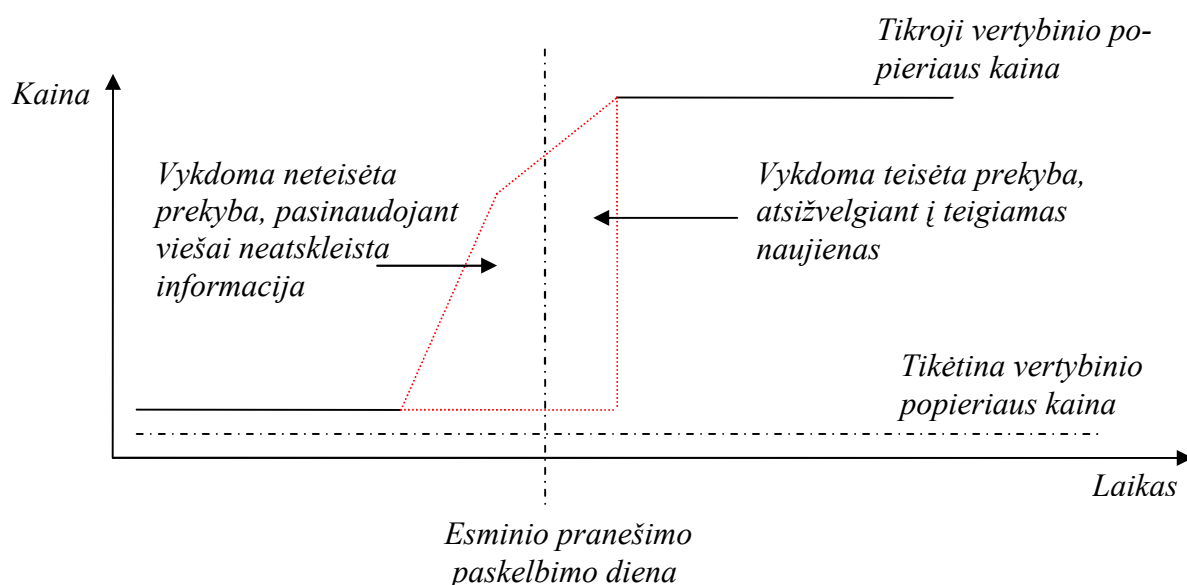
Punktyrinė linija grafiko apačioje atvaizduoja tikėtiną vertybinio popieriaus kainą, jeigu rinkoje nepasirodo pranešimas apie esminį įvykį, galintį ženkliai įtakoti kainą. Vertikali punktyrinė linija žymi konkretų laiką, kuomet emitentas paskelbia konkretų esminį įvykį. Šiuo konkrečiu atveju, paskelbiama teigiama informacija apie emitentą (ir, atitinkamai, apie

²² Bhattacharya U., Daouk H. "The World Price of Insider Trading". 1999

²³ Dubow B., N. Monterio N. „Measuring market cleanliness“. Financial services authority. Occasional paper series Nr. 23, March 2006

bendrovės vertybinių popierių vertę). Tai, savo ruožtu, įtakoja ženklų kainos pokytį (raudona linija).

Ši koncepcija gali padėti identifikuoti prekybos, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, atvejus. 4 pav. kainos pokytis atsiranda prieš paskelbiant pranešimą apie teigiamą esminį įvykį. Tai leidžia įtarti, kad prekyba, remiantis teigiama viešai neatskleista informacija buvo vykdoma prieš oficialų informacijos pavišimą.



4 pav. Prekybos modelis, kai vykdoma prekyba, pasinaudojant viešai neatskleista informacija

ASMENŲ, GALINČIŲ ŽINOTI VIEŠAI NEATSKLEISTĄ INFORMACIJĄ, SANDORIAI IR JŲ ATSKLEIDIMAS

Prie pranešimų, darančių įtaką vertybinio popieriaus kainai, galima priskirti pranešimus apie akcijų paketų įsigijimą arba netekimą, taip pat pranešimus apie emitento valdymo organų narių ir vadovų sandorius dėl emitento vertybinių popierių. Vadovų sandoriai ypatingos svarbos informacija, remiantis kuria nemaža dalis smulkiųjų investuotojų grindžia savo investicinius sprendimus. Atliktas tyrimas parodė²⁴, kad emitento akcijas pradėjus pirkti jo vadovams, šių vertybinių popierių kaina per sekančius 12 mėnesių vidutiniškai auga apie 9 proc. sparčiau nei visa rinka. Ir atvirkščiai, emitento vadovams pradėjus pardavinėti valdomo emitento vertybinius popierius, po metų šių popierių vidutinis kainos pokytis būna 5,4 proc. prastesnis nei vidutinis rinkos pokytis.

Asmenys, einantys vadovaujančias pareigas finansinių priemonių emitento įmonėje ir,

²⁴ Seyhun H. N., Bradley M. H. „Corporate bankruptcy and insider trading“, Journal of bussiness, Volume 70 Nr. 2, 1997

jei tinka, asmenys, glaudžiai susiję su jais, privalo pranešti kompetentingai institucijai apie sandorius su minėto emitento akcijomis arba su jomis susijusiomis išvestinėmis priemonėmis, sudarytus jų nuosava sąskaita. Kompetentingos institucijos užtikrina, kad kiti rinkos dalyviai galėtų kuo operatyviau naudotis informacija.

Vertinga rinkos vientisumo apsaugos priemonė – emitentų ar jų vardu veikiančių asmenų sudaromi sąrašai asmenų („pilkieji sąrašai“), dirbančių jiems pagal darbo sutartį ar kitu pagrindu ir turinčių priėjimą prie viešai neatskleistos informacijos, tiesiogiai ar netiesiogiai susijusios su emitentu. Tokie sąrašai emitentams ar tokiems asmenims leistų kontroliuoti tokios viešai neatskleistos informacijos srautus ir taip atlikti savo konfidencialumo pareigas. Be to, šie sąrašai taip pat galėtų būti naudinga priemonė kompetentingoms institucijoms stebint piktnaudžiavimo rinka teisės aktų taikymą. Emitentams ir kompetentingoms institucijoms yra būtina nustatyti viešai neatskleistą informaciją, prie kurios turi priėjimą bet kuris organizacijai priklausantis asmuo, ir datą, kada jis gavo priėjimą prie jos.

Pranešimai apie emitento vadovaujančias pareigas einančių asmenų ar su jais artimai susijusių asmenų savo sąskaita vykdomus sandorius („prekyba vitrinoje“) yra ne tik naudinga informacija rinkos dalyviams, bet ir yra papildoma priemonė kompetentingoms institucijoms prižiūrėti rinkas.

Igyvendinant Europos Sąjungos direktyvas 2003/6/EB ir 2003/72/EB Vertybinių popierių komisija patvirtino „Emitentų vadovų pranešimų apie sandorius dėl emitento vertybinių popierių“ taisykles. Remiantis šiomis taisyklėmis, emitento vadovais pripažįstami:

1. bendrovės vadovai, valdybos nariai, stebėtojų tarybos nariai;
2. kiti emitento darbuotojai, turintis nuolatinę teisę gauti viešai neatskleistą informaciją, tiesiogiai ar netiesiogiai susijusią su emitentu, bei priimti sprendimus, lemiančius emitento bei jo veiklos pokyčius.

Kalbant apie asmenų, galinčių pasinaudoti viešai neatskleista informacija, perkybos priežiūrą išskiriama dar viena grupė asmenų, kurių sandoriai turėtų būti lygiai taip pat atidžiai stebimi kaip ir tų, įtrauktų į atitinkamus sąrašus. Šią grupę sudaro su emitentų vadovais glaudžiai susiję asmenys sutuoktiniai, vaikai ir išlaikomi asmenys. Nuostata dėl šių asmenų pranešimų pateikimo Komisijai, vykdamą prekybą atitinkamo emitento vertybiniais popieriais, taip pat yra perkelta į Komisijos nutarimą. Sutuoktinių, vaikų ir išlaikomų asmenų prekybos sekimas apsunkinamas ir tuo, kad jie nėra nurodomi emitentų pateikiamuose asmenų, galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją, sąrašuose.

Siekiant efektyviau vykdyti aukščiau išvardintų asmenų prekybą, emitentams yra numatyta prievolė pateikti kompetentingai institucijai sąrašą asmenų, galinčių sužinoti viešai neatskleistą informaciją darbo sutarčių ar kitokiais pagrindais („pilkieji sąrašai“).

Į šiuos sąrašus, be vadovaujančio personalo ir su jais susijusių asmenų, gali būti įtraukti ir kiti emitento darbuotojai, susiję su:

- finansinės atskaitomybės parengimu,
- apskaitos vedimu,
- ekonominės analizės ir planavimo atlikimu,
- strateginių tikslų nustatymu ir jų įgyvendinimu,
- rinkodaros strategijos parengimu ir jos įgyvendinimu,
- struktūrinių ir teritorinių padalinių vadovai ir juos pavaduojantys asmenys,
- kitų padalinių vadovai ir juos pavaduojantys asmenys,
- kitus asmenis, emitento nuomone, galinčius žinoti viešai neatskleistą informaciją.

Kuo išsamesnį sąrašą asmenų, galinčių pasinaudoti viešai neatskleista informacija, emitentas pateikia kompetentingai priežiūros institucijai, tuo efektyviau galima sekti šių asmenų prekybą atitinkamais vertybiniais popieriais.

Į atskirą rizikos asmenų, galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją, grupę patenka asmenys, kurie nėra tiesioginiai emitento vadovaujantys darbuotojai, tačiau su emitentu juos sieja pasirašyti darbo kontraktai ir sutartys: finansų tarpininkai, patarėjai, nepriklausomi auditoriai, teisininkai ir kt. Tarptautinė praktika byloja, kad išvardintiems ir su jais susijusiems asmenims draudžiama sudaryti bet kokią sandorį arba skatinti kokio nors vertybinio popieriaus pirkimą arba pardavimą, naudojantis manipuliacinėmis, apgaulingomis ar kitokiomis nesąžiningomis priemonėmis, arba užsiimti bet koku manipuliavimu rinkoje:

- naudoti bet koki būdą apgaulės tikslu;
- daryti bet koki neteisingą pareiškimą apie esminį įvykį arba nepaminėti kokio nors esminio fakto, dėl kurio pareiškimas, padarytas tomis aplinkybėmis, tampa klaidinantis;
- užsiimti veikla, praktika ar verslo forma, kuri gali daryti klaidinantį poveikį asmenims, susijusiems su vertybinių popierių pirkimu arba pardavimu.

Taip pat šiems asmenims draudžiama užsiimti veikla, galinčia sukelti neteisingą arba klaidinantį įspūdį dėl vertybinio popieriaus paklausos, kainos ar kitų jo ypatybių, kurios gali paskatinti kitus asmenis sudaryti sandorį, susilaikyti nuo sandorio dėl tokio vertybinio popieriaus arba pasinaudoti ar sulaikyti nuo pasinaudojimo teisėmis, kurias suteikia tas vertybinis popierius. Draudimai apima ir sandorių sudarymą arba rekomendacijų dėl sandorių teikimą, kuriais būtų siekiama sukurti klaidinantį vertybinio popieriaus vertės ar aktyvumo įspūdį.

3 PIKTNAUDŽIAVIMŲ RINKA IDENTIFIKAVIMAS IR PREVENCIJA

Sklandus vertybinių popierių rinkos veikimas ir visuomenės pasitikėjimas rinka — tai vienos pagrindinių ekonominio augimo prielaidų. Piktnaudžiavimas rinka kenkia finansų rinkų vientisumui ir visuomenės pasitikėjimui vertybiniais popieriais bei išvestinėmis priemonėmis. Atsižvelgiant į tai, priežiūros institucijoms būtina turėti adekvačias sistemas padedančias sekti, tirti ir užkirsti kelia rinkos manipuliavimui.

Kadangi, visoms valstybėms narėms įgyvendinus atitinkamas Europos Parlamento, Tarybos ir Komisijos direktyvas, manipuliavimo rinka ir prekybos, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, priežiūros reglamentavimas Europos Sąjungos valstybėse narėse buvo suvienodintas. Rašant šį darbą buvo papildomai pasitelkta užsienio priežiūros institucijų manipuliavimo rinka ir asmenų, galinčių pasinaudoti viešai neatskleista informacija, prekybos prevencijos praktika.

Vertybinių popierių rinką reguliuoja ir prižiūri šalies vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijos. Vertybinių popierių rinkos priežiūros institucija, kaip valstybės įgaliota institucija, vykdo vertybinių popierių rinkos priežiūrą siekdama sustiprintų viso finansų sektoriaus stabilumą ir patikimumą. Pagrindiniai kompetentingos institucijos prekybos priežiūros vertybinių popierių rinkoje skyriaus tikslai – užkirsti kelią manipuliavimui vertybinių popierių kaina, naudojimuisi viešai neatskleista informacija, smulkiųjų akcininkų teisių pažeidimui ir pan.

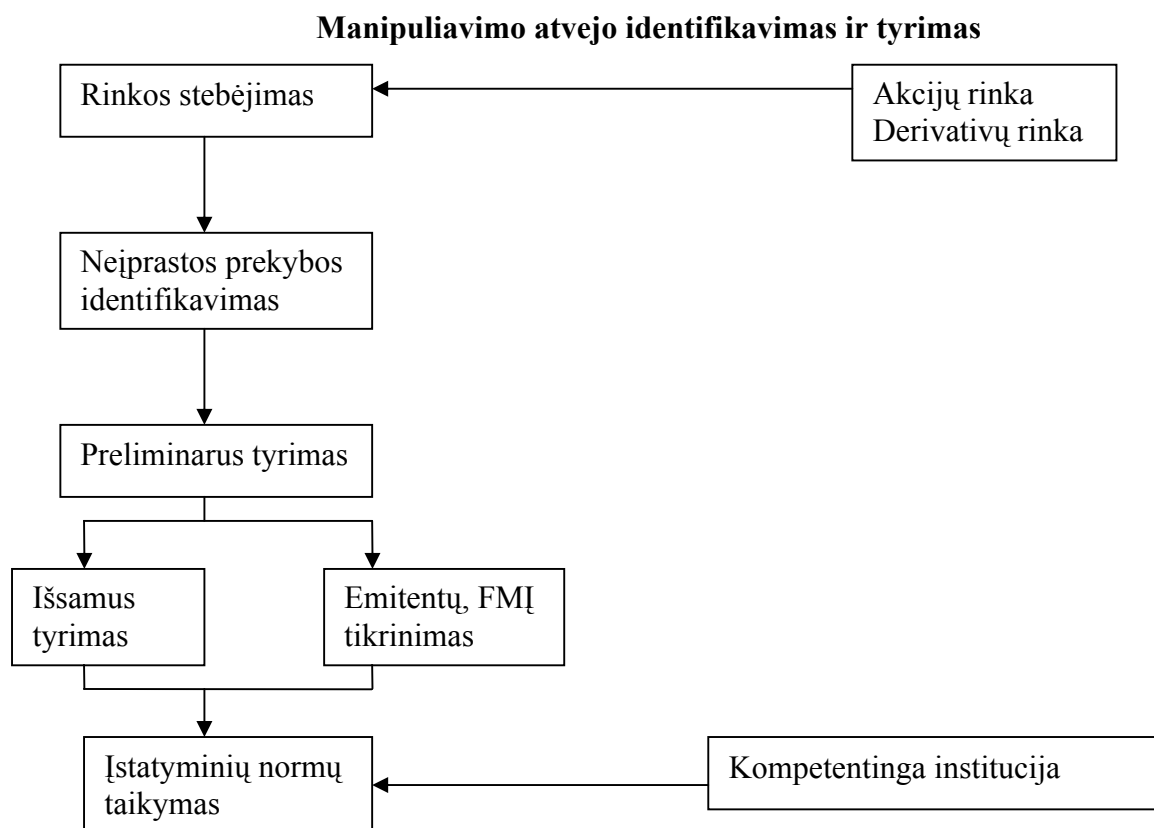
Rinkos operatoriai prižiūri rinkos dalyvių bei biržoje listinguojamų vertybinių popierių emitentų veiklą tiek, kiek tai susiję su biržoje prekiaujamų vertybinių popierių kainų formavimu, sandorių sudarymu ir vykdymu, bei biržos priimtų taisyklių ir kitų teisės aktų laikymusi.

Rinkos operatoriai ir finansų tarpininkai taip pat, savo ruožtu, turi padėti užkirsti kelią piktnaudžiavimui rinka ir priimti struktūrines nuostatas, skirtas neleisti ir išaiškinti manipuliavimo rinka atvejus. Tokios nuostatos gali apimti reikalavimus dėl sudaromų sandorių skaidrumo, kainų reguliavimo sutarčių visapusiško atskleidimo, teisingos pavedimų sugretinimo sistemos, veiksmingos netipinių pavedimų nustatymo sistemos įvedimo, pakankamai patikimų finansinių instrumentų orientacinių kainų nustatymo sistemų ir taisyklių dėl sandorių sustabdymo aiškumo.

3.1 ĮTARTINŲ SIGNALŲ IDENTIFIKAVIMAS

Bendroji manipuliavimo atvejų identifikavimo ir tyrimo schemą galima būtų pavaizduoti taip:

1 schema



Šaltinis: IOSCO 2006.04.27 seminaro medžiaga

Pagrindinis elementas pavaizduotoje scheme – neįprastos prekybos identifikavimas. Pagrindinis signalas, identifikuojant tokią prekybą – neįprasti kainos (arba apyvartos) svyravimai. Siekiant nustatyti ar neįprasti kainos svyravimai yra apspręsti normalios rinkos dinamikos, atliekama kainos arba apyvartos judėjimų analizė, remiantis pateiktais pavedimais, atliktais sandoriais ir istoriniais duomenimis. Jeigu atlikus analizę paaiškėja, kad kainos arba apyvartos svyravimai buvo įtakoti ne įprastos rinkos dinamikos, atliekamas išsamesnis tyrimas.

Kainos ir apyvartos judėjimo „neįprastumui“ (5 pav.) įvertinti naudojamas standartinis nuokrypis – statistinis rodiklis, parodantis kaip per dieną svyruoja akcijos kainą (arba apyvarta) palyginti su vidutiniu dienos kainos pokyčiu.

Matematiškai šis rodiklis parodo vidutinę duomenų sklaidą apie vidurkį. Standartinis nuokrypis matuojamas tokiais pačiais vienetais kaip ir patys duomenys. Šio rodiklio naudojimo priežastis – duomenų koncentracijos apie vidurkį tiesioginė priklausomybė nuo standartinio nuokrypio dydžio.



5 pav. Neįprastas kainos ir apyvartos šuolis

Šaltinis: AB „Vilniaus vertybinių popierių birža“

Signalai, apie atitinkamus neįprastus kainos ir kiekių svyravimus arba įtartinus sandorius gaunami iš įvairių šaltinių:

- Kompetentingų institucijų priežiūros skyrių identifikuoti atvejai (Lietuvoje Vertybinių popierių komisijos Prekybos priežiūros skyrius);
- Pranešimai gaunami iš rinkos operatorių, atliekančių interaktyvų prekybos stebėjimą;
- Finansų tarpininkų pateikiamos ataskaitos apie įtartinus sandorius.

Apibendrinant tarptautinių priežiūros institucijų teikiamas rekomendacijas dėl efektyvių piktnaudžiavimo rinka prevencijos priemonių, galima išskirti kelis pagrindinius priežiūros aspektus, kurių pritaikymas Lietuvos praktikoje būtų prasmingas ir veiksmingas.

Tiek FSA, tiek IOSCO teikiamose rekomendacijose nurodomas bendradarbiavimo tarp Biržos ir Priežiūros institucijos būtinumas, siekiant užkirsti kelią nelegaliai prekybai pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Pažymėtina, kad šiuo atveju Lietuvoje galiojanti praktika visiškai neužtikrina tokio bendradarbiavimo buvimo. Nei Biržos vykdomos rinkos priežiūros reglamente²⁵, nei Biržos patvirtintame Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekse²⁶ nėra net užsimenama apie atitinkamos prekybos priežiūros vykdymą arba jos neteisėtumą ar reguliavimą.

Taip pat Birža, atlikdama rinkos operatoriaus funkcijas, turi išskirtinę galimybę atlikti interaktyvų rinkos stebėjimą, naudojant elektroninius integruotus algoritmus („raudonos

²⁵ AB „Vilniaus vertybinių popierių Birža“ vykdomos rinkos priežiūros reglamentas, 2006.04.24

²⁶ Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas, 2006.07.26 http://www.lt.omxgroup.com/f/teisesaktai/Bendroviu_valdymo_kodeksas.pdf

vėliavėlės“ – *red flags*), kurie užfiksuoja ir identifikuoja:

- neįprastus kainos ar apyvartos svyravimus;
- kainos kitimus (lyginant su vidutine dienos, su vidutine laikotarpio kaina) ir ryšius su esminių įvykių paskelbimais ir rinkos tendencijom;
- apyvartos kitimus ir stambiausius klientus kiekvienoje sandorio pusėje (tame tarpe ir per ilgesnį laikotarpį) akcijų koncentracija ir dominavimas konkretaus vertybinio popieriaus rinkoje;
- asmenis, gavusius didžiausius pelnus iš neįprasto kainos pasikeitimo;
- rinkos dalyvių grupes, veikiančius kartu panašiuose sandoriuose dėl to paties vertybinio popieriaus;
- asmenų, galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją, sandorius.

Apdorojant tokius signalus gali būti vykdomas pirminis įtartinų prekybos atvejų išskyrimas. Šių signalų perdavimas Komisijai tolimesnių tyrimų vykdymui galėtų būti vienu iš pagalbinių informacijos šaltinių, padedančiu vykdyti efektyvią rinkos priežiūrą. Tokio bendradarbiavimo įgyvendinimas Lietuvoje yra būtinas siekiant įgyvendinti Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių rinkos įstatyme įvardintą Biržos pareigą – skatinti sąžiningą prekybą vertybiniais popieriais ir siekti užkirsti kelią manipuliavimui rinka bei kitiems nesąžiningiems veiksams²⁷.

Tarptautinės prekybos priežiūros praktikos analizė parodė, kad priežiūros institucijos dažniausiai gauna informaciją apie neįprastus kainos ar apyvartos svyravimus iš Biržos. Kitas žingsnis gavus tokį signalą – kreipimasis į emitentą, su nurodymu pateikti įvertinimą ar neįprasti kainos arba apyvartos svyravimai negalėjo būti įtakoti nutekėjusios viešai neatskleistos informacijos. Be abejo, tikėtis, kad emitentai visada galės įvardinti tokių svyravimų priežastis neverta, tačiau toks paraginimas galėtų atkreipti emitentų dėmesį į viešai neatskleistos informacijos saugumo užtikrinimą.

Taip pat aktuali finansų tarpininkų pateikiama informacija apie vadovų ir kitų asmenų įtartinus sandorius. FSA ir IOSCO įvardija šį informacijos srautą apie galimus piktnaudžiavimus rinka kaip vieną iš pagrindinių.

Finansų tarpininkai, tiesiogiai bendraudami su rinkos dalyviais, gali sekti šiuos signalus, bylojančius apie galimą manipuliavimą arba pasinaudojimą viešai neatskleista informacija:

- sandorių koncentravimas ties viena akcija ir investuotoju, pvz. institucinis investuotojas susijęs su emitentu arba norintis įsigyti kontrolę;
- neįprastas sandorių pasikartojimas tarp konkrečių klientų per tam tikrą laiko tarpą;

²⁷ Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 40 str. 2 d.

- neįprastas sandorių koncentravimas ties vienu investuotoju;
- klientas, ką tik atidaręs vertybinių popierių sąskaitą, pradeda vykdyti aktyvų konkretaus emitento akcijų supirkimą;
- kliento teikiamas pavedimas arba aptariamas tiesioginis sandoris ženkliai skiriasi nuo jo įprasto investicinio elgesio;
- klientas reikalauja greito pavedimo (tiek stambaus, tiek smulkaus) įvykdymo, nepriklausomai nuo sandorio kainos;
- stambiausi emitento akcininkai vykdo aktyvią prekybą prieš skelbiant esminę informaciją;
- kliento arba klientų grupės teikiami pavedimai (prieš skelbiant esminę informaciją), sukeltys neįprastus kainos arba apyvartos pokyčius.

Kalbant apie tarpininkų vaidmenį, užkertant kelią nelegaliai prekybai pasinaudojant viešai neatskleista informacija, svarbu paminėti Kanados institucijos, analogiškos Lietuvos finansų maklerių asociacijai, įgyvendinamą praktiką²⁸. Kaip institucija, atsakinga už finansų tarpininkų etikos kodekso laikymąsi, ji prižiūri ar efektyviai įgyvendinamas „pažink savo klientą“ principas, kurio taikymo prievolė yra apibrėžta teisinio dokumento statusą turinčiame Asociacijos Reglamente. Jame įvardinama ne tik prievolė surinkti visą būtiną informaciją apie kliento investavimo tikslus, patirtį, siekius ir t. t., bet ir užtikrinti tokios informacijos operatyvu atnaujinimą, bet ir atskirai reglamentuojama pagal įgaliojimą valdomų sąskaitų priežiūrą bei paslaugų teikimas juridiniams asmenims, kurių veiklos priežiūra nepatenka į valstybės reguliavimo sferą („*offshore*“). Kuomet sąskaita valdoma pagal įgaliojimą, tarpininkai privalo nustatyti galutinio naudos gavėjo tapatybę ir jo siekiamus tikslus. Jei to padaryti nepavyksta, tarpininkas neturi teisės atidaryti vertybinių popierių sąskaitos. Tuo atveju, kai dėl sąskaitos atidarymo kreipiasi juridinis asmuo, kurio veiklos priežiūra patenka į kitos valstybės reguliavimo sferą, jis taip pat privalo nurodyti pagrindinius akcininkus arba naudos gavėjus. Jei tai nėra padaroma, finansų tarpininkas privalo atsisakyti teikti investicines paslaugas tokiam juridiniam asmeniui. Tokiu būdu siekiama užkirsti kelią prekybai, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, per statytinius asmenis.

Galima išskirti ir kitus kriterijus, naudotinus signalų identifikavimui:

- asmenų prekyba kelias dienas (7-14 priklausomai nuo įvykio) prieš esminio paskelbimą;
- padidėjusios atskirų asmenų, įtrauktų į „pilkuosius sąrašus“, prekybos apyvartos lyginant su rinkos apyvartom;

²⁸ Insider trading task force. Illegal insider trading in Kanada: recommendations on prevention, detection and deterrence, November 2003

- padidėjusios atskirų asmenų, įtrauktų į atitinkamus sąrašus, prekybos apyvartos lyginant su tam asmeniui būdinga apyvarta;
- neįprastas pelnas lyginant su konkrečiam asmeniui būdingu pelnu, ypač jei pelnas uždirbtas prieš/po esminio įvykio paskelbimą;
- sėkmingas nuostolių išvengimas, ypač vykdant prekybą prieš/po esminio įvykio paskelbimą;
- asmenų, įtrauktų į atitinkamus sąrašus, vykdoma spekuliacinė prekyba per trumpesnį, nei pusės metų laikotarpį.

Kiti galimi informacijos apie neįprastą prekybą šaltiniai – ateityje diegiamo instituto - rinkos formuotojų arba profesionalių investuotojų pastebėjimai ir komentarai dėl, jų manymu, įtartinės prekybos.

Kaip atskirą informacijos gavimo šaltinį FSA įvardija tiesioginę liniją (el.paštas/telefonas) leidžiančia anonimiškai pranešti apie įtarimus manipuliuojant vertybinio popieriaus kaina arba prekybą, pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Taip pat akcentuojamas švietėjiškos veiklos būtinumas, informuojant rinkos dalyvius apie galiojančius draudimus prekiauti, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, apie tokios prekybos padaromą žalą ir apie pranešimų priežiūros institucijai patekimo galimybę dėl įtarimo vykstant atitinkamai prekybai.

Dėl finansinių ir techninių naujovių padidėja piktnaudžiavimo rinka paskatos, priemonės ir galimybės: piktnaudžiavimas rinka tampa dažnesnis panaudojant naujus produktus, naujas technologijas, besiplečiančią tarptautinę veiklą. Dėl šios priežasties, metodai, taikytini manipuliavimo schemų identifikavimui, tebėra kuriami ir tobulinami.

Tarptautinių ir globalių rinkų vystymasis taip pat sąlygoja manipuliavimo atvejų didėjimą. Tai, atitinkamai, apsunkina tokių manipuliavimų sekimą, identifikavimą ir tyrimą.

PIKTNAUDŽIAVIMO RINKA PREVENCIJA

Atliekant prekybos Vilniaus vertybinių popierių biržoje priežiūrą, būtina nuolatos sekti asmenų, galinčių manipuluoti vertybinių popierių kaina arba pasinaudoti viešai neatskleista informacija, prekybą. Kadangi, šie asmenys sudaro ypatingą vertybinių popierių rinkos dalyvių grupę, jie turi pranašumą prieš kitus investuotojus, nes, naudodamiesi informacijos asimetrija, turi palankias sąlygas neteisėtai pasipelnyti. Taigi, vykdant efektyvią prekybos priežiūrą, būtina tobulinti piktnaudžiavimų rinka priežiūros sistemą.

Atsižvelgiant į viešai neatskleistos informacijos konfidencialumo užtikrinimo būtinumą, emitentai turėtų prisiimti tam tikrą atsakomybę, siekiant užkirsti kelią prekybai, pasinaudojant

viešai neatskleista informacija. Tačiau, kaip liudija tarptautinė praktika, vienintelė efektyvi priemonė – neįprastų svyravimų paaiškinimai arba jų numanomų priežasčių įvardinimai, kuriuos pateikia patys emitentai. Skatinant emitentus teikti priežiūros institucijai išsamią informaciją apie vedamas derybas, numatomas permainas ar kt. siūloma naudoti teisiniu pagrindu įformintą pareigą laiku (kai tik atitinkami faktai tampa žinomas bendrovės vadovybei) pranešti priežiūros institucijai bet kokią informaciją, galinčią ateityje ženkliai įtakoti kainos pokyčius. Tokios informacijos pateikimas, leistų iš anksto identifikuoti ir sekti prekybą to vertybinio popieriaus, dėl kurio ateityje tariamai gali būti sudaromi sandoriai, pasinaudojant viešai neatskleista, svarbia informacija.

Siekiant įgyvendinti prekybos, pasinaudojant viešai neatskleista informacija prevenciją, bendrovės privalo parengti vidines taisykles dėl atitinkamų asmenų prekybos. Tokių taisyklių parengimo būtinumas gali būti įvardinamas bendrovių valdymo kodekse. Taisyklėse turi būti laikomasi nuostatos, kad asmenys, turintys sudaryti organizacijai priklausančių asmenų sąrašus, imtųsi būtinų priemonių užtikrinti, kad bet koks į tokį sąrašą įrašytas asmuo, turintis prieigą prie viešai neatskleistos informacijos, susipažintų su atitinkamų įstatymų ir kitų teisės aktų nustatytais pareigomis ir prievolėmis nesinaudoti viešai neatskleista informacija ir žinotų apie sankcijas, taikomas dėl piktnaudžiavimo ar netinkamo tokios informacijos naudojimo. Pažymėtina, kad į atitinkamus sąrašus yra įtraukiami ne tik asmenys, kurie tiesiogiai pagal užimamas pareigas disponuoja vidinę informacija, bet ir visi kiti asmenys galintys turėti priėjimą prie viešai neatskleistos informacijos.

Čia būtina pažymėti, kad FSA pateikiamuose paaiškinimuose nurodoma, kad emitentai turi užtikrinti finansų tarpininkų patarėjų ir konsultantų, dirbančių su konkrečia bendrove, sąrašų pateikimą. Pastebėtina, kad emitentai raginami į atitinkamus sąrašus įtraukti ne tik finansų tarpininkų patarėjus ir konsultantus, bet ir teisininkus, auditorius ir kitus autorinių darbo sutarčių pagrindų įdarbintus asmenis.

Toliau nagrinėjant emitentų pateikiamus atitinkamų asmenų sąrašus galima pastebėti, kad užsienio praktikoje akcentuojama būtinybė kiekvieno atskiro tyrimo atveju neapsiriboti jau turimais sąrašais ir nurodyti emitentams pateikti išsamų ir platų sąrašą asmenų, galėjusių žinoti informacija dėl konkretaus tiriamo įvykio.

Dėl to, kad kiekvienu atskiru atveju informacija apie konkretų įvykį gali būti prieinama plačiam asmenų ratui, emitentai raginami užtikrinti informacijos konfidencialumą, pvz. diegiant konfidencialumo ir informacijos neatskleidimo sutarčių tarp visų suinteresuotų šalių pasirašymo praktiką.

Kaip nurodoma FSA ir SEC metinių ataskaitų – priežiūros institucijos palieka sau teisę reikalauti iš emitento tam tikros anksčiau laiko pavišintos arba diskutuojamos informacijos

komentavimo. Taip pat emitentai raginami pateikti priežiūros institucijoms informaciją apie vykdomų derybų, įgyvendinamų projektų ir pan. esmę ir eigą.

Remiantis aukščiau pateiktais pastebėjimais ir asmenų, galinčių pasinaudoti viešai neatskleista informacija, prekybos prevencijos priemonėmis prasminga įvertinti jų pritaikymo Lietuvoje galimybes:

- Skatinti Biržos bendradarbiavimą sekant ir užkertant kelią tiek manipuliavimui vertybinių popierių kaina, tiek prekybai, pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Tai galėtų būti realizuojama tikslinant Biržos rinkos priežiūros reglamentą, praplečiant Biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodeksą;
- Atkreipti finansų tarpininkų dėmesį į egzistuojančią prievolę teikti pranešimus apie įtartinus sandorius, vykdomus siekiant manipuluoti kaina arba galimai pasinaudojant viešai neatskleista informacija;
- Specialaus elektroninio pašto arba „pasitikėjimo“ telefono linijos diegimas, siekiant paskatinti rinkos dalyvių bendradarbiavimą, vykdant nelegalios prekybos, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, sekimą ir identifikavimą;
- Emitentai, įvardindami kaip jie laikosi bendrovių gero valdymo kodekso galėtų/turėtų taip pat parengti ir pateikti vidines taisykles, nusakančias asmenų, galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją, prekybos reglamentavimą.
- Sąrašai asmenų, galinčių pasinaudoti viešai neatskleista informacija, turėtų būti nuolatos tikslinami ir koreguojami. Į juos būtina įtraukti asmenis, dirbančius emitentui autorinių darbo sutarčių pagrindu, finansų tarpininkų konsultantus, patarėjus;
- Emitentai turėtų užtikrinti atitinkamos informacijos konfidencialumą, pvz. per informacijos neatskleidimo sutarčių pasirašymą.

3.3 BENDRAS TYRIMŲ VYKDYMO ALGORITMAS

Bendruoju atveju tyrimo vykdymo eigą tiek dėl manipuliavimo vertybinių popierių kaina, tiek dėl pasinaudojimu viešai neatskleista informacija galima atvaizduoti žemiau patektoje schemoje (2 schema).

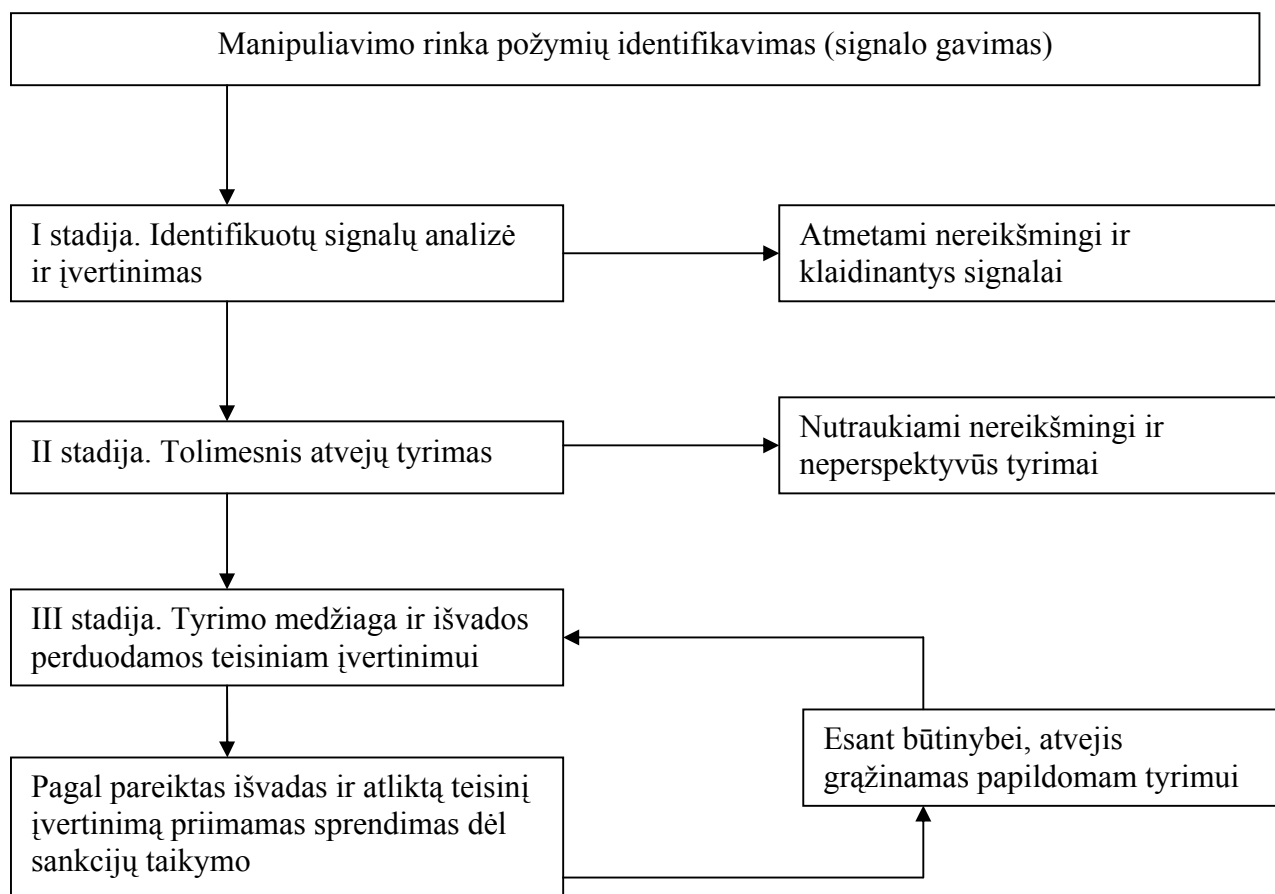
Skyrius, atsakingas už vertybinių popierių prekybos priežiūrą pradeda tyrimą, kai yra gaunamas signalas apie potencialų pažeidimo atvejį. Kaip buvo minėta aukščiau, signalai gali būti gaunami tiek iš rinkos operatorių, tiek iš rinkos dalyvių, finansų tarpininkų arba gali būti išskirti kompetentingos institucijos prekybos priežiūros skyriaus darbuotojų.

I tyrimo vykdymo stadijoje:

- suformuluojami konkretus įtarimai pagal išskirtą signalą dėl piktnaudžiavimo rinka;
- surenkama informacija apie potencialų pažeidėją;
- atliekamas jo prekybos vertinimas;
- daroma išvada **kas** galėjo padaryti pažeidimą (identifikuojamas asmuo).

2 schema

Tyrimo vykdymo etapai



Šaltinis: IOSCO 2006.10 seminaro medžiaga

II tyrimo vykdymo stadijoje:

- renkama informacija iš rinkos dalyvių ir kitų institucijų;
- gaunama informacija palyginama su turimais duomenimis;
- daroma išvada **kaip** galėjo būti padarytas pažeidimas.

III tyrimo vykdymo stadijoje kompetentingo skyriaus galutinė išvada perduodama teisiniam įvertinimui, atlikus kurį, yra priimamas sprendimas dėl teisinių priemonių taikymo kiekvieno konkretus pažeidimo atveju.

3.3.1 PASINAUDOJIMO VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA TYRIMŲ VYKDYMAS

Siekiant efektyviau vykdyti asmenų, galinčių pasinaudoti viešai neatskleista informacija, prekybos priežiūrą siūloma juos suskirsti į grupes. Toks grupavimas atitiktų tarptautinėje praktikoje naudojamą klasifikaciją:

1. Pagrindiniai asmenys, galintys žinoti viešai neatskleistą informaciją (*primary insiders*) – tiesioginiai emitentų vadovai, bendrovės vadovai, valdybos nariai, stebėtojų tarybos nariai, kiti emitento darbuotojai, turintys nuolatinę teisę gauti viešai neatskleistą informaciją, tiesiogiai ar netiesiogiai susijusią su emitentu, bei priimti sprendimus, lemiančius emitento ir jo veiklos pokyčius, stambiausi akcininkai. Taip pat su emitento vadovais glaudžiai susiję asmenys: sutuoktiniai, išlaikomi vaikai ir įvaikiai, giminaičiai, juridiniai asmenys, kontroliuojami emitento vadovų;
2. Asmenys, tariamai galintys žinoti viešai neatskleistą informaciją (*quasi insiders*) – konsultantai, teisininkai, finansiniai patarėjai, vertybinių popierių apskaitininkai, auditoriai ir kiti asmenys, dirbantys su emitentu autorinių darbo sutarčių pagrindų ir tokiu būdu galintys žinoti viešai neatskleistą informaciją;
3. Atsitiktiniai asmenys, galintys žinoti viešai neatskleistą informaciją (*secondary insiders*) – asmenys, kuriems viešai neatskleista informacija tapo prieinama kitu, ne darbo santykių pagrindu, būdu.

Vykdamas akcijų prekybos priežiūrą ir pastebėjus neįprastus kainos svyravimus, susietus tiek su esminio paskelbimu, tiek be akivaizdžios priežasties turi būti atliekama asmenų, vykdžiusių prekybą prieš neįprastą akcijos kainos pokytį, prekybos analizė. Neįprasti kainos svyravimai, šiuo atveju, gali būti nustatomi atsižvelgiant į konkrečios akcijos kainai būdingą svyravimą per pastaruosius 2 – 3 mėn. Rizikos laiko zona, tirtina, siekiant nustatyti asmenų, tariamai galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją, prekybą, kiekvienu konkrečiu atveju gali varijuoti, tačiau prasminga pasirinkti ne mažesnę, kaip vieno mėnesio laikotarpį.

Kaip pagalbiniai kriterijai asmenų, tariamai galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją, vykdomos prekybos išskyrimui gali būti naudojami tokie kriterijai:

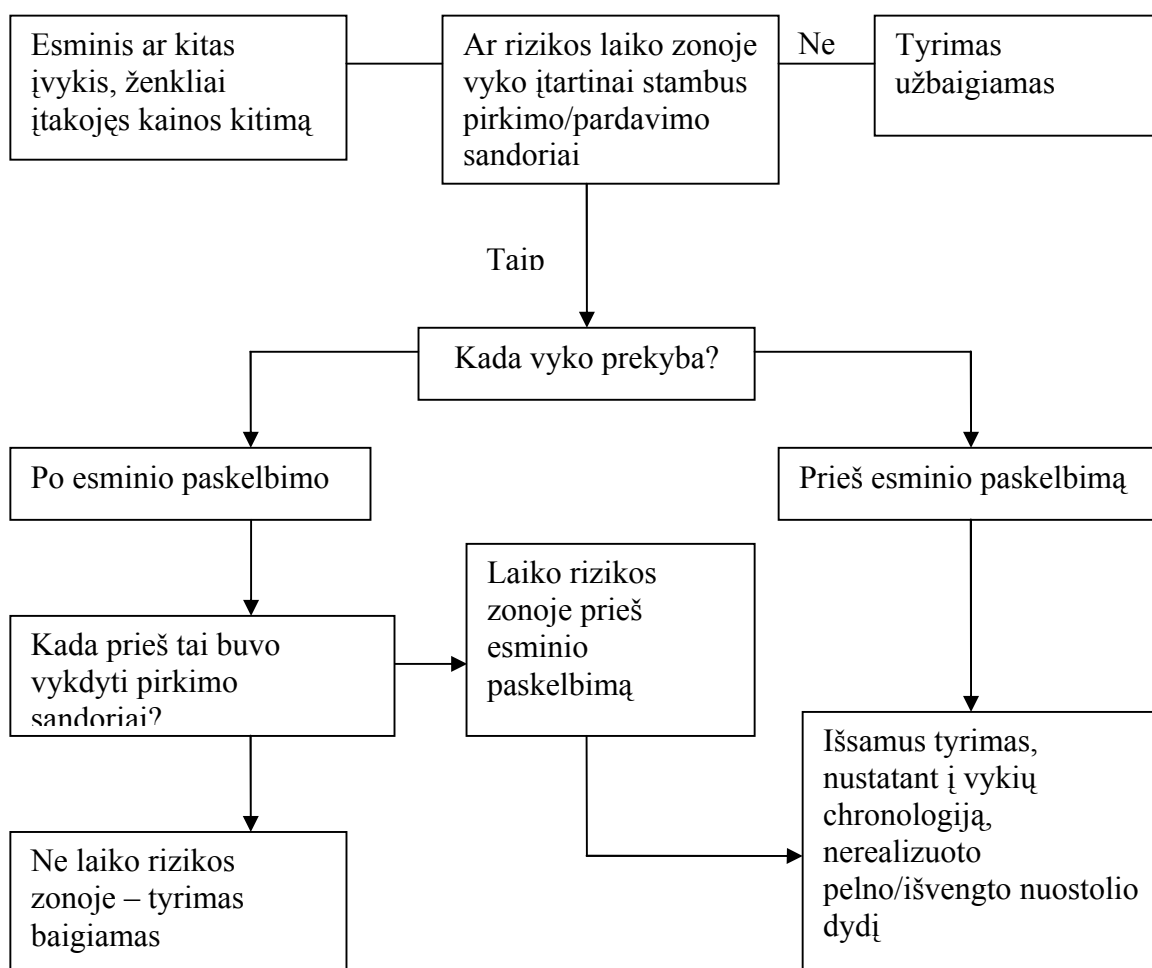
- neįprastas sandorio apyvartos dydis lyginant su konkrečios vertybinio popieriaus rinkai būdinga apyvarta;
- neįprastas sandorio apyvartos dydis lyginant su konkrečiam asmeniui būdingu apyvartos dydžiu;

- neįprastas nerealizuoto pelno/išvengto nuostolio dydis lyginant su konkrečiam asmeniui būdingu pelnu; neįprastai pelninga prekyba viena akcija.

Identifikuojant ir tiriant pagrindinių ir tariamai galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją asmenų prekybos atvejus siūloma naudoti žemiau pateiktą tyrimo algoritmą²⁹:

3 schema

Tyrimo dėl galimo pasinaudojimo viešai neatskleista informacija vykdymo algoritmas



Šaltinis: sudaryta autoriaus

Siekiant atlikti efektyvią pagrindinių ir tariamai galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją asmenų prekybos priežiūrą, yra prasminga periodiškai atlikti jų vykdomos prekybos analizę (4 schema). Tikslinis patikrinimas, siejamas su konkrečiu esminio įvykio paskelbimu, gali būti atliekamas kas mėnesį (arba pagal poreikį), kompleksinis patikrinimas, siekiant įvertinti asmenų, galinčių pasinaudoti viešai neatskleista informacija, prekybos strategiją – kas pusę metų.

Pirmiausia, naudojant asmenų, galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją, ir esminių įvykių duomenų bazes išskiriami minėtų asmenų sandoriai: tiek apskritai sudaryti centrinėje

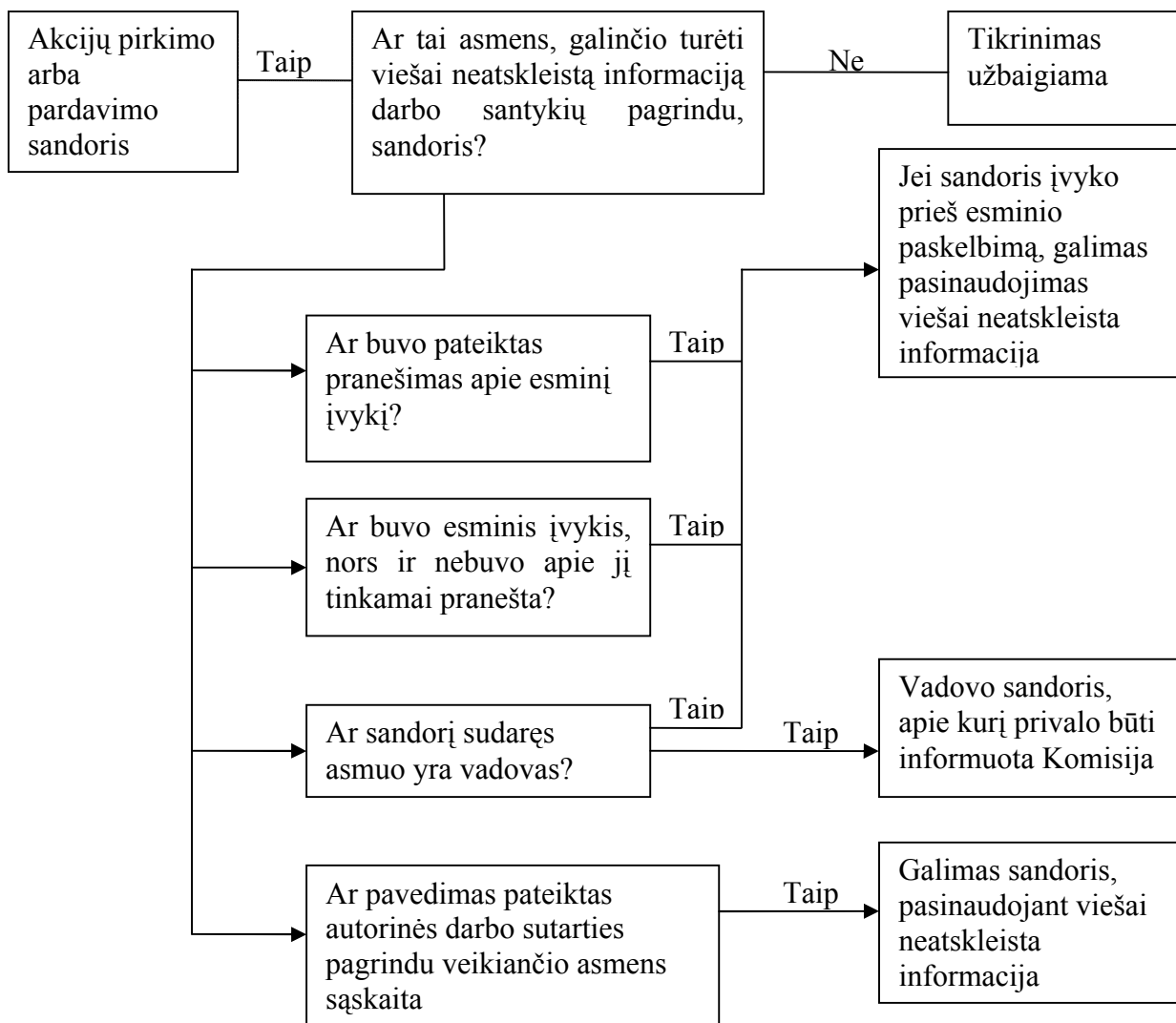
²⁹ Steinberg M. I. „Insider trading – a comparative perspective“, 2003

rinkoje, tiek konkrečioje rizikos laiko zonoje prieš ir po esminio įvykio paskelbimo. Konkretaus pasinaudojimo viešai neatskleista informacija atveju būtina iširti:

1. prekybos taktiką – kaip dažnai asmuo prekiauja, vykdo investicinę ar spekuliacinę prekybą, ar yra ir kokie uždirbami pinigai;
2. konkretaus asmens prekybos atveju atkurti įvykių eigos chronologiją – kada buvo paskelbtas esminis įvykis, kaip jis įtakojo akcijos kainos svyravimus, kada įtariamasis asmuo vykdė prekybą;
3. esant poreikiui, kreiptis į emitentą su paklausimu dėl konkretaus esminio įvykio, jame pateiktos informacijos, praplėsto sąrašo asmenų, galėjusių žinoti viešai neatskleistą informaciją dėl tiriamo esminio;
4. apklausti asmenis, kurių prekyba kelia įtarimus.

4 schema

Periodinių analizių vykdymo algoritmas



Šaltinis: sudaryta autoriaus

Surinkus ir išanalizavus aukščiau įvardintus duomenis – daroma išvada dėl galimo pasinaudojimo viešai neatskleista informacija.

Būtina pastebėti, kad bet kokia pagrindinių asmenų, galinčių žinoti viešai neatskleistą informaciją, spekuliacinio pobūdžio prekyba, vykdoma trumpesniu, nei pusės metų laikotarpyje yra įtartina. Ypač griežtas tokios prekybos reglamentavimas yra įteisintas JAV. Jei vienas iš emitento vadovų įvykdo aukščiau įvardintą prekybą, jam nurodoma pateikti paaiškinimus ir įvardinti sudarytų sandorių motyvus. Jei nustatoma, kad tokie sandoriai buvo vykdomi siekiant pasipelnyti (išimtyms daromos, jei parduodamos paveldėtos akcijos arba paskelbiamas oficialus pasiūlymas), asmeniui taikomos administracinės sankcijos su būtina sąlyga gražinti uždirbtą pelną (uždirbto pelno gražinimo tvarką nustato teismas). Jeigu spekuliacinės prekybos tikslas – nuostolių išvengimas, nežiūrint į tai, kad pelnas nebuvo uždirbtas yra taikomos administracinės sankcijos.

3.3.2 MANIPULIAVIMŲ VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKA TYRIMŲ VYKDYMAS

Vykdamas rinkos stebėjimus dėl manipuliavimo vertybinių popierių kaina pagrindinis dėmesys skiriamas:

- kainų ir apyvartos pokyčiams;
- nuosavybės koncentracijai vienosė rankose;
- asmenims, vykdančioms dažną prekybą tarpusavyje;
- dideliems prekybos pelnų ir nuostolių finansiniam stebėjimui.

Galima išskirti kelis tyrimų vykdymo algoritmus(5, 6, 7 schemas) priklausomai nuo manipuliavimo metodų, tačiau nepriklausomai nuo tyrimo vykdymo algoritmo, kiekvienu atskiru manipuliavimo atveju nagrinėjama:

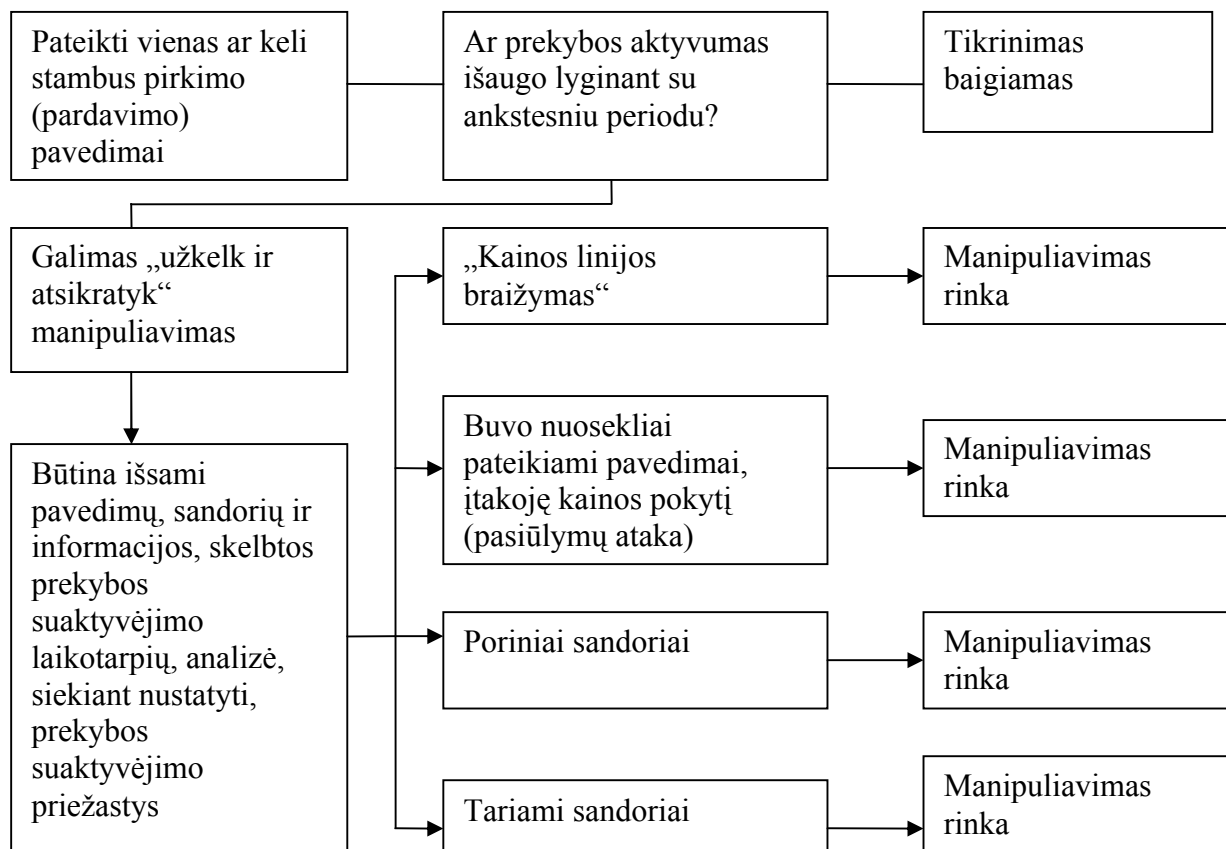
- dirbtinės kainos atsiradimas – kainos pokyčiai siejami su paskelbtais esminiais įvykiais, kainos kitimo istorija, atliekamas palyginimas su analogiškų bendrovių akcijų kainų kitimu. Nagrinėjamos su konkrečiu vertybiniu popieriu susietos išvestinių instrumentų pozicijos;
- paklausos arba pasiūlos iškraipymas – siekiama įrodyti, kad asmens (tiek fizinio, tiek juridinio) veiksmai turėjo įtakos rinkai (nagrinėjami ir už rinkos ribų sudaryti sandoriai, ir suinteresuotų asmenų platinta informacija).

Vykdamas manipuliavimo rinka tyrimus, būtinas piktybiškų ketinimų įrodymas:

- nustatyti dirbtines kainas;
- sukurti aktyvios prekybos įvaizdį;
- nuslėpti tikrojo vertybinio popieriaus savininko tapatybę.

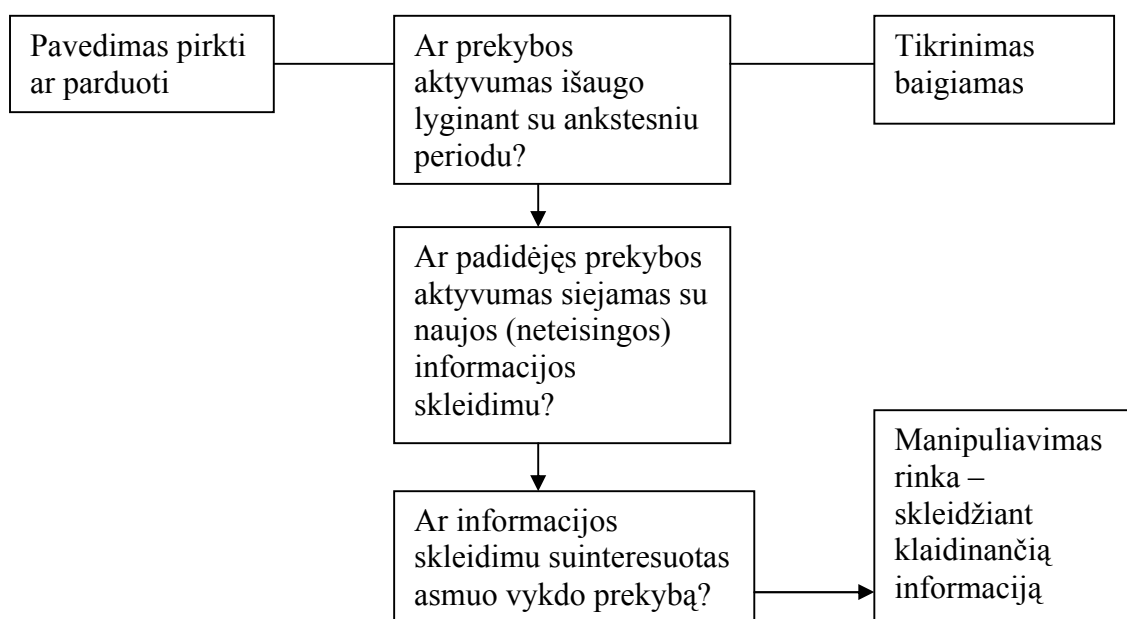
Ypatingas dėmesys skiriamas ekonomiškai nepagrįsto elgesio įrodymui.

**Tyrimų vykdymo algoritmai, nagrinėjant sandorius ir pavedimus, kurie sukelia neteisingą
įspūdį apie prekybos aktyvumą**



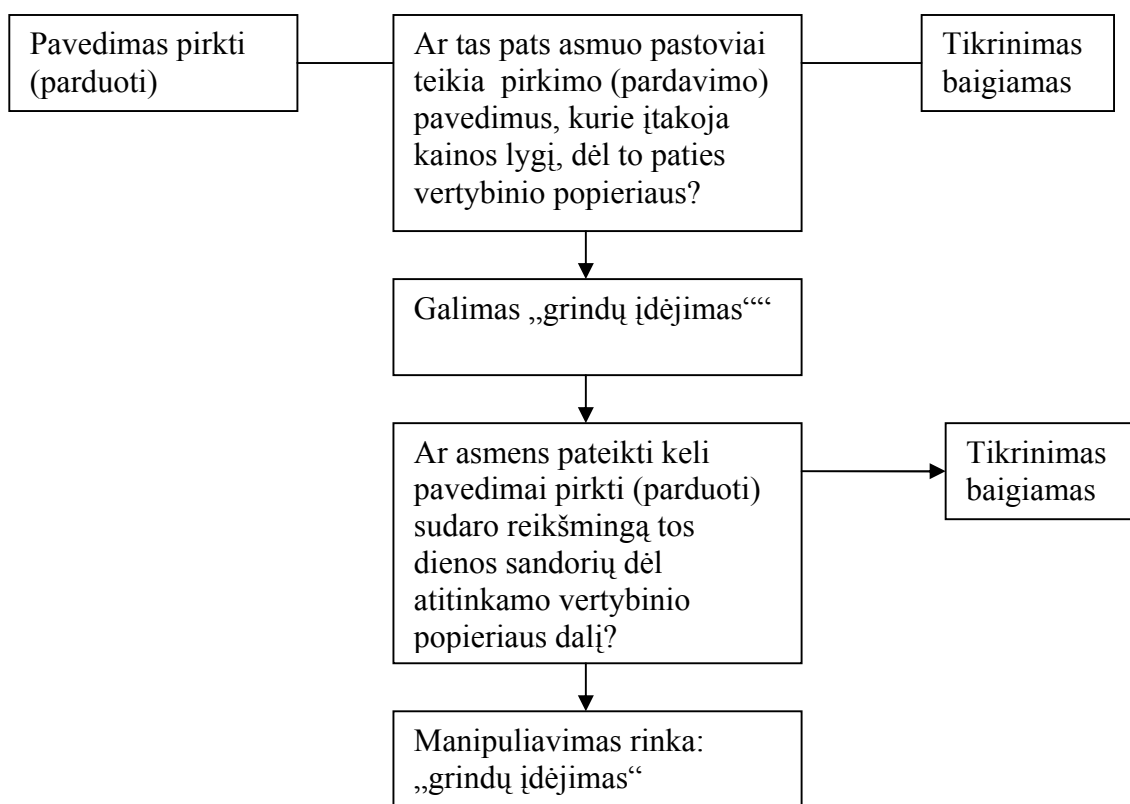
Šaltinis: sudaryta autoriaus

**Tyrimų vykdymo algoritmai, nagrinėjant sandorius ir pavedimus, susijusius su
klaidinančios ar neišsamios informacijos skleidimu**



Šaltinis: sudaryta autoriaus

**Tyrimų vykdymo algoritmai, nagrinėjant sandorius ir pavedimus, kuriais siekiama
dominuoti rinkoje pasinaudojant užimama pozicija**



Šaltinis: sudaryta autoriaus

IŠVADOS

1. Šiuolaikiniame finansų pasaulyje tiek išsivysčiusiose, tiek besivystančiose rinkose vis dar egzistuoja neišspręsta piktnaudžiavimo vertybinių popierių rinka problema. Piktnaudžiavimas rinka pasireiškia dvejopai – manipuluojant vertybinių popierių kaina ir naudojantis viešai neatskleista informacija.
2. Galima išskirti tris manipuliavimo kategorijas: manipuliavimas veiksmais, manipuliavimas informacija ir manipuliavimas apyvartomis. Iš trijų išvardintų kategorijų sunkiausiai reglamentuojamas, identifikuojamas ir įrodomas yra manipuliavimas apyvartomis.
3. Priklausomai nuo taikytinų metodų, manipuliavimo objekto ir manipuliavimo vykdančių subjektų, manipuliavimo rinka atvejus galima atitinkamai sugrupuoti:
 - sandoriai ar pavedimai, kurie gali sukelti neteisingą įspūdį apie prekybos aktyvumą;
 - sandoriai ar pavedimai pasinaudojant viešai neatkleista informacija;
 - specialiu laiku padaryti pavedimai;
 - sandoriai, susiję su neteisingos ar klaidinančios informacijos teikimu.
4. Manipuliavimai rinka pasireiškiantys vertybinių popierių kainos iškrypimu ir tariamo rinkos aktyvumo sukūrimu pažeidžia rinkos vientisumą ir kenkia visuomenės pasitikėjimui ja.
5. Vienas iš pagrindinių vertybinių popierių rinkos patikimo veikimo principų – efektyvus rinkos funkcionavimas, paremtas savalaikiu ir pilnu informacijos atskleidimu. Prekyba, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ypač vykdoma emitentų vadovų, ir kita nepriimtina praktika trukdo įvardinto principo įgyvendinimui.
6. Piktnaudžiavimo rinka padaroma žala gali būti dvejopa:
 - pažeidžiami interesai tų investuotojų, kurie prekiauja rinkoje remiantys tikrovės neatitinkančia arba klaidinančia informacija apie vertybinio popieriaus, kuriuo yra manipuluojama, pasiūla, paklausa ar kaina;
 - šalies ekonomikai. Vykstant tarptautiniai vertybinių popierių rinkų integracijai, užsienio investuotojai gali vengti nesąžiningos ir negalinčios užtikrinti efektyvaus reguliavimo rinkos.
7. Dėl finansinių ir techninių naujovių padidėja piktnaudžiavimo rinka paskatos, priemonės ir galimybės: piktnaudžiavimas rinka tampa dažnesnis panaudojant naujus produktus, naujas technologijas, besiplečiančią tarptautinę veiklą. Dėl šios priežasties, metodai, taikytini manipuliavimo schemų identifikavimui, tebėra kuriami ir tobulinami.

8. Signalai, nusakantys galimus piktnaudžiavimus vertybinių popierių rinka, gali būti išskirti tiek rinkos operatorių, tiek finansų tarpininkų, tiek kompetentingų priežiūros institucijų. Atitinkamai, siekiant užkirsti kelią piktnaudžiavimui vertybinių popierių rinka, būtina skatinti šių institucijų bendradarbiavimą.
9. Pagrindiniai iš išskiriamų signalų:
 - neįprastas kainos ir apyvartos svyravimas,
 - ženklus kainos kitimas siejamas su esminio įvykio paskelbimu,
 - rinkos dalyvių grupės, veikiantys kartu keliuose sandoriuose dėl to paties vertybinio popieriaus.
10. Skatinant rinkos dalyvių bendradarbiavimą, vykdant manipuliavimų vertybinių popierių rinka signalų išskirimą, siūloma diegti specialias telefono „pasitikėjimo“ linijas.
11. Atsižvelgiant į viešai neatskleistos informacijos konfidencialumo užtikrinimo būtinumą, emitentai, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į reguliuojamų rinkų prekybos sąrašus, turėtų prisiimti atitinkamą atsakomybę, siekiant užkirsti kelią nesąžiningai prekybai pasinaudojant informacijos asimetrija.
12. Įgyvendinant prekybos, pasinaudojant viešai neatskleista informacija prevenciją, emitentai turėtų parengti vidines taisykles dėl atitinkamų asmenų prekybos bendrovės vertybiniais popieriais.
13. Pranešimai apie emitento vadovaujančias pareigas einančių asmenų ar su jais artimai susijusių asmenų savo sąskaita vykdomus sandorius turėtų būti ne tik naudinga informacija rinkos dalyviams, bet ir papildoma priemone, padedančia kompetentingoms institucijoms prižiūrėti vertybinių popierių rinkose vykdomą prekybą.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas//Valstybės žinios. 2006, Nr. 77-2963;
2. Lietuvos Respublikos Vertybinių Popierių Komisijos 2004 m. gruodžio 17 d. nutarimas Nr. 26 dėl Lietuvos Respublikos Vertybinių Popierių Komisijos 2001 m. kovo 9 d. nutarimo Nr. 10 „Dėl informacijos apie emitentų esminius įvykius atskleidimo taisyklių“ pakeitimo//Valstybės žinios. 2004, Nr. 184-6831;
3. Lietuvos Respublikos Vertybinių Popierių Komisijos 2004 m. birželio 10 d. nutarimas Nr. 8 dėl Lietuvos Respublikos Vertybinių Popierių Komisijos 1998 m. lapkričio 12 d. nutarimo Nr. 33 „Dėl pranešimų tvarkos apie emitento vadovų, savo vardu sudariusių sandorius dėl emitento, kurio vadovais jie yra, vertybinių popierių“ pakeitimo//Valstybės žinios. 2004, 97-3623;
4. Lietuvos Respublikos Vertybinių Popierių Komisijos 2004 m. lapkričio 5 d. nutarimas Nr. 19 „Dėl manipuliavimo rinka požymių sąrašo ir pranešimų apie galimą pasinaudojimą viešai neatskleistą informaciją ir manipuliavimą rinka pateikimo vertybinių popierių komisijai tvarkos“//Valstybės žinios. 2004, 165-6058;
5. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB 2003 m. sausio 28 d. dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka) (*Official Journal* L 96, 2003 04 12, p. 16-25);
6. Komisijos direktyva 2003/124/EB 2003 m. gruodžio 22 d., įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvą 2003/6/EB dėl viešai neatskleistos informacijos ir viešo jos atskleidimo apibrėžimo bei manipuliavimo rinka apibrėžimo;
7. Komisijos direktyva 2003/125/EB 2003 m. gruodžio 22 d. įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl teisingo investavimo rekomendacijų pateikimo ir interesų prieštaravimų atskleidimo;
8. Komisijos direktyva 2004/72/EB 2004 m. balandžio 29 d., įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl priimtų rinkos praktikos, viešai neatskleistos informacijos, susijusios su biržos prekių išvestinėmis priemonėmis, organizacijai priklausančių asmenų sąrašo sudarymo, pranešimų apie vadovų sandorius ir apie įtartinus sandorius;
9. The Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 881 (June 6, 1934);
10. AB „Vilniaus vertybinių popierių Birža“ vykdomos rinkos priežiūros reglamentas, 2006.04.24;
11. The British Institute of International and Comparative Law. Comparative implementation of EU directives (I) insider dealing and Market abuse. 2005;

12. The Committee of European Securities Regulators CESR/04-505 Market Abuse Directive Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive;
13. Insider trading task force. Illegal insider trading in Canada: recommendations on prevention, detection and deterrence, November 2003;
14. Market monitoring and investigation on manipulation and insider trading. IOSCO seminar training program, October 2006;
15. Report of the emerging markets committee of the international organization of securities commissions. Insider trading how jurisdictions regulate it. 2003;
16. Technical committee of the international organization of securities commissions, Investigating and prosecuting market manipulation. May 2000;
17. Aggarwal R. K., Wu G., "Stock Market Manipulation - Theory and Evidence" // AFA 2004 San Diego Meetings. 2003;
18. Allen. F., Gale D. „Stock-price manipulation“ The reviews of financial studies, Volume 5, Issue 3 (1992), 503-529;
19. Bagnoli M., Lipina. L. „Stock price manipulation through takeover bids“, Karnegi Mellon University, 1990;
20. Benabou R., Laroque G. 1992. "Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility," The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 107(3), pages 921-58, August 1999;
21. Bhattacharya U., Daouk H. "The World Price of Insider Trading". 1999;
22. Chatterjea A., Cherian J. A., Jarrow R. A. „Market manipulation and corporate finance: a new perspective“. Financial Management (Financial Management Association). 1993;
23. Dubow B., Monterio N. „Measuring market cleanliness“. Financial services authority. Occasional paper series Nr. 23, March 2006;
24. Eitman, W. J., C. A. Dice, and D. K. Eitman, The stock market (4th ed.). New York: McGraw-Hill, 1966, p. 562;
25. Goldwasser V. „Stock market manipulation and short selling“. Center for corporate law and securities regulation, The University of Melbourne, 1999;
26. IOSCO members' working methods concerning insider trading surveillance, investigation and enforcement based on a fictive case study. IOSCO European regional committee seminar Brussels, April 2006;
27. Market monitoring and investigation on manipulation and insider trading. IOSCO seminar training program, October 2006;
28. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2003 m. darbo ataskaita;

29. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2005 m. darbo ataskaita;
30. Vila J. L. „Simple games of market manipulation“. Economic Letters, 29, 21-26, 1999;
31. NYSE Group. History <http://www.nyse.com/about/history/1089312755484.html>
(prisijungimo laikas 2006-11-15);
32. Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas,
2006.07.26 http://www.lt.omxgroup.com/f/teisesaktai/Bendroviu_valdymo_kodeksas.pdf
(prisijungimo laikas 2006.08.21);
33. Steinberg M. I. „Insider trading – a comparative perspective“, 2003
www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/steinb.pdf (prisijungimo laikas
2006.09.18);
34. Cumming D., Johan S. „Global Market Surveillance" (September 17, 2006)
<http://ssrn.com/abstract=917625> (prisijungimo laikas 2006.10.15).

SANTRAUKA

Darbo pavadinimas: Piktnaudžiavimas vertybinių popierių rinka: problema, identifikavimas, prevencija

Sąvokos: vertybiniai popieriai; vertybinių popierių rinka; piktnaudžiavimas vertybinių popierių rinka; manipuliavimas vertybinių popierių rinka; pasinaudojimas viešai neatskleista informacija

Darbe analizuojami galimi piktnaudžiavimo vertybinių popierių rinka būdai ir jų identifikavimo mechanizmai. Aptariami manipuliavimo vertybinių popierių kaina atvejai ir draudimai, nustatyti vertybinių popierių rinkos dalyviams. Detalizuojama viešai neatskleistos informacijos sąvoka, apibrėžiami pagrindiniai jos požymiai. Įvardinami galimi signalai, išskirtini vykdant tyrimus dėl galimo piktnaudžiavimo vertybinių popierių rinka. Atlikus Lietuvos Respublikos ir Europos sąjungos vertybinių popierių rinka reglamentuojančių teisės aktų ir kompetentingų priežiūros institucijų praktikos analizę, pateikiami pasiūlymai dėl taikytinų prevencinių priemonių ir tyrimų vykdymo, siekiant užkirsti kelią manipuliavimui vertybinių popierių rinka ir nesąžiningai prekybai, pasinaudojant informacijos asimetrija.

SUMMARY

Title: The market abuse problem, its identification and prevention

Key words: securities, securities market; market abuse; market manipulation; trading on inside information

This paper examines the problem of market abuse. The guidance and accompanying examples are presented to help the development of a common understanding of what constitutes market abuse. The types of market manipulations are provided, as well as, the prohibitions on such practices. The definition of non-public information is concretized and its main aspects are detailed. Furthermore, diagnostic flags and signals of possible market abuse that could be monitored by competent authorities and by market participants within the limits of their sphere of activity are proposed. The specified diagnostic flags and signals could be used to identify and prosecute market manipulation and insider trading.